

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ZNAČILNOSTI LASTNIŠKE KONSOLIDACIJE V PANOZI  
TISKANIH MEDIJEV: PRIMER PODJETIJ DELO,  
DNEVNIK IN FINANCE**

## **IZJAVA**

Študentka Katarina Matejčič izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvomizr. prof. dr. Mateja Lahovnika in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 26. decembra 2006

Podpis:

# Kazalo

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. MOTIVI ZA PREVZEM PODJETJA .....</b>	<b>4</b>
2.1. OSNOVNE OBLIKE ZDRUŽITEV OZIROMA PREVZEMOV .....	5
2.2. OPREDELITEV IN KLASIFIKACIJA MOTIVOV ZA PREVZEME .....	9
2.2.1. Klasifikacija motivov po Brigham in Gaughanu .....	10
2.2.1.1. Pričakovani sinergični učinki .....	10
2.2.1.2. Razlike v učinkovitosti menedžerjev .....	12
2.2.1.3. Večja tržna moč .....	12
2.2.1.4. Davčni razlogi .....	13
2.2.1.5. Podcenjenost prevzetih podjetij .....	13
2.2.1.6. Diverzifikacija .....	14
2.2.2. Druge klasifikacije motivov .....	15
2.2.3. Motivi mednarodnih prevzemov .....	16
2.3. KLASIFIKACIJA MOTIVOV V KONKRETNIH PRIMERIH PREVZEMOV ....	20
2.4. USPEŠNOST RAZLIČNIH VRST PREVZEMOV .....	21
<b>3. PRIKAZ IN ZNAČILNOSTI PANOGE TISKANIH MEDIJEV V SLOVENIJI ..</b>	<b>27</b>
3.1. ZNAČILNOSTI MEDIJSKE INDUSTRIJE S Poudarkom NA TISKANIH MEDIJIH .....	27
3.2. ZNAČILNOSTI KONSOLIDACIJE LASTNIŠTVA TISKANIH MEDIJEV V SLOVENIJI .....	30
3.3. PRIKAZ LASTNIŠKIH SPREMEMB DELA, DNEVNIKA IN FINANC OD LETA 2000 DO DANES .....	31
3.3.1. Delo .....	32
3.3.2. Dnevnik .....	36
3.3.3. Finance .....	39
3.4. PRIČAKOVANE SPREMEMBE LASTNIŠKE STRUKTURE IN RAZVOJ PANOGE .....	42
<b>4. ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ DELO, DNEVNIK IN ČASNIK FINANCE TER NJIHOVE NAKLADE IN BRANOSTI PO IZVEDENI LASTNIŠKI KONSOLIDACIJI .....</b>	<b>44</b>
4.1. TEORETIČNA OPREDELITEV IZBRANIH KAZALCEV .....	45
4.2. ANALIZA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI DELA .....	47
4.2.1. Finančni podatki .....	47
4.2.2. Naklada in branost .....	52
4.3. ANALIZA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI DNEVNIKA .....	55
4.3.1. Finančni podatki .....	55
4.3.2. Naklada in branost .....	59
4.4. ANALIZA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI FINANC .....	61
4.4.1. Finančni podatki .....	61
4.4.2. Naklada in branost .....	65

4.5. PRIMERJAVA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI DELA, DNEVNIKA TER FINANC .....	67
4.6. DEJAVNIKI USPEŠNOSTI PREVZEMOV V PANOGI TISKANIH MEDIJEV .....	70
<b>5. SKLEP .....</b>	<b>74</b>
<b>6. LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>76</b>

## Kazalo tabel

Tabela 1: Združitve in življenjski cikel panoge .....	8
Tabela 2: Motivi mednarodnih prevzemov .....	19
Tabela 3: Korelacija med motivi in rezultati procesov kapitalskih povezav podjetij .....	24
Tabela 4: Primerjava donosnosti sredstev in kapitala ter dodane vrednosti na zaposlenega pri Delu, Dnevniku in Financah leta 2000.....	69
Tabela 5: Primerjava donosnosti sredstev in kapitala ter dodane vrednosti na zaposlenega pri Delu, Dnevniku in Financah leta 2005.....	69
Tabela 6: Primerjava celotnega poslovanja Dela, Dnevnika in Financ.....	70

## Kazalo slik

Slika 1: Lastniška struktura Dela leta 2000 .....	33
Slika 2: Lastniška struktura Dela leta 2003 .....	33
Slika 3: Lastniška struktura Dela leta 2005 .....	34
Slika 4: Lastniška struktura Dela konec leta 2006 .....	35
Slika 5: Lastniška struktura Dnevnika leta 2000 .....	37
Slika 6: Lastniška struktura Dnevnika leta 2003 .....	38
Slika 7: Lastniška struktura Dnevnika od leta 2004 naprej .....	38
Slika 8: Lastniška struktura Financ leta 2000.....	40
Slika 9: Lastniška struktura Financ leta 2005.....	41
Slika 10: Lastniška struktura Financ danes (2006).....	41
Slika 11: Prihodki od prodaje Dela (v mrd SIT) .....	47
Slika 12: Dobiček iz poslovanja Dela (v mio SIT).....	48
Slika 13: Čisti dobiček Dela (v mio SIT) .....	48
Slika 14: Donosnost sredstev Dela (v %) .....	49
Slika 15: Donosnost kapitala Dela (v %).....	50
Slika 16: Dodana vrednost na zaposlenega v Delu (v mio SIT).....	50
Slika 17: Povprečna dnevna prodana naklada Dela.....	53
Slika 18: Branost Dela merjena z dosegom (v tisoč).....	54
Slika 19: Povprečna dnevna prodana naklada Slovenskih novic .....	54
Slika 20: Branost Slovenskih novic merjena z dosegom (v tisoč) .....	55

Slika 21: Prihodki od prodaje Dnevnika (v mrd SIT) .....	56
Slika 22: Dobiček iz poslovanja Dnevnika (v mio SIT).....	57
Slika 23: Čisti dobiček Dnevnika (v mio SIT) .....	57
Slika 24: Donosnost sredstev Dnevnika (v %) .....	58
Slika 25: Donosnost kapitala Dnevnika (v %).....	58
Slika 26: Dodana vrednost na zaposlenega v Dnevniku (v mio SIT).....	59
Slika 27: Povprečna dnevna prodana naklada Dnevnika.....	60
Slika 28: Branost Dnevnika merjena z dosegom (v tisoč).....	60
Slika 29: Prihodki od prodaje Financ (v mrd SIT) .....	62
Slika 30: Dobiček iz poslovanja Financ (v mio SIT) .....	62
Slika 31: Čisti dobiček Financ (v mio SIT) .....	63
Slika 32: Donosnost sredstev Financ (v %).....	63
Slika 33: Donosnost kapitala Financ (v %) .....	64
Slika 34: Dodana vrednost na zaposlenega na Financah (v mio SIT).....	64
Slika 35: Povprečna dnevna prodana naklada Financ .....	66
Slika 36: Branost Financ merjena z dosegom (v tisoč) .....	67

# 1. UVOD

Živimo v času, ki so ga zaznamovali globalizacija, potrošništvo, visoka tehnologija in skorajda dnevne spremembe, kar je močno vplivalo tako na podjetja kot tudi vsakega posameznika. Navedeno je še posebej viden pečat pustilo na medijski industriji, saj morajo mediji pri svojem delu upoštevati prav vse značilnosti modernega sveta. To pomeni, da se morajo obnašati v prid svojih lastnikov, hkrati pa slediti trendom globalizacije in razvoja novih tehnologij ter željam vse bolj razvjenih prejemnikov vsebin. Ti namreč kratke in jedrnate informacije v njim vsečni obliki zahtevajo vedno ter povsod.

Povedano pa kljub temu ne pomeni, da so mediji izgubili svojo primarno funkcijo psa čuvaja, četrte veje oblasti. In ker se vse vladajoče elite, politične in ekonomske, tega zavedajo, poleg tega pa jih mamijo precejšnji dobički, smo bili in smo še priča boju za medijsko lastništvo. Hkrati jim je povsem jasno, da je za nadzor množic potrebno nadzorovati informacije, zato se je v zadnjih desetletjih boj med njimi še dodatno zaostрил.

Mediji so v zadnjih petdesetih letih namreč postali eden izmed ključnih dejavnikov v družbenem življenju. Sposobnost obvladovanja informacij je postala sposobnost ustvarjanja podobe sveta, saj si ljudje v razvitem svetu prav na podlagi informacij iz časopisov, revij, televizije, filmov in elektronskih medijev oblikujejo podobo sveta. Množični mediji so tako postali avtoriteta, ki določa, kaj je prav in kaj ne, kaj je realnost in kaj fantazija, kaj je pomembno in kaj ne.

Zato so se mediji, enako kot ostala slovenska podjetja, v zadnjih 15-letih morali soočiti z velikimi spremembami. Prehod od družbene k privatni lastnini, nove tehnologije, vse večja konkurenca in tako naprej, so zanje predstavljali tako rekoč tektonske premike, ki jih marsikatero podjetje ni preneslo in je propadlo ali pa mu ni uspelo niti zaživeti.

Na povedano je najbolj vplivala prav privatizacija, ki je poglavje zase. Tam, kjer je bila počasna, je to za podjetja pomenilo dodatno oviro, saj je bila lastniška struktura neuravnotežena. Zato so se na tržno tekmovanje, strategijo poslovanja in dolgoročne cilje lahko osredotočila šele po njenem končanju. Torej, ko so se umirila notranja dogajanja ali trenja in so energijo končno usmerili v pravo smer, na trg.

Podjetja z že urejenimi lastniškimi razmerji so bila zato v precejšnji prednosti, še posebej tista, ki so znala izkoristiti razvijajoči trg kapitala. To je bil eden od prvih korakov h konsolidaciji lastništva, zato so se kmalu začeli pojavljati tudi prevzemi. Slednji so eni večjih dogodkov v gospodarstvu, največje finančne transakcije, poleg tega hitro spreminjajo razmerja v panogi na trgu in imajo veliko merljivih učinkov na številne interesne skupine (Bešter, 2000, str. 1).

Razlog za pojav večjega vala prevzemov so po eni strani neustrezne lastniške strukture in manjša učinkovitost nekaterih podjetij, s tem pa nizka cena prevzema. Prevzemi so se pojavljali tudi zaradi povečevanja konkurenčnosti glede na tuja evropska podjetja, kar nekoliko manj velja za panogo tiskanih medijev, saj se je naš prostor odpiral, s tem pa se je širila tudi tuja konkurenca. Vendar pa v tem primeru govorimo o prevzemih med domačimi podjetji. Nakupi oziroma večja vlaganja tujih podjetij v naša, tudi medijska podjetja, so se začela pojavljati šele v zadnjih nekaj letih, ko privatizacija nima več prevladujočega vpliva.

To pa žal še vedno ne velja za vsa slovenska podjetja. Za tista, tudi iz medijske industrije, ki jih ima država še vedno posredno ali neposredno v svoji lasti, se je zgodba spet ponovila po letu 2004, ko je na oblast prišla nova politična elita. Ta se je namreč bolj kot z uspehom in razvojem podjetja ukvarjala s kadrovanjem ter sklepanjem poslov s »prijateljskimi«  
podjetji, kar je imelo v večini primerov prej negativne kot pozitivne učinke. Poleg tega jih, kljub obljubi o izstopu iz gospodarstva, nikakor ni hotela spustiti iz svojih rok, zato o napovedanih prodajah ni bilo ne duha ne sluha.

Zato smo se odločili, da bo namen naloge ugotoviti vpliv tipa lastništva oziroma različnih oblik lastniške konsolidacije na uspešnost in učinkovitost poslovanja tiskanih medijev. Preverili bomo, ali so podjetja s strateškimi lastniki uspešnejša od podjetij z diverzificirano in celo politično nadzorovano lastniško strukturo. Pri tem se bomo osredotočili na tri slovenske medijske hiše, ki izdajajo najpomembnejše tiskane medije, Delo, d.d., Dnevnik, d.d., in Finance, d.o.o.

Cilji magistrskega dela so tako:

- identificirati motive lastnikov za prevzem oziroma vstop v lastniško strukturo posameznega časnika,
- preučiti trend gibanja prodane naklade in branosti pri navedenih časnikih in analizirati nekajletno poslovanje izbranih medijskih hiš (poslovanje posameznega dnevnika, če je teh več, tako kot pri Dnevniku in Delu, je iz letnih finančnih poročil namreč nemogoče izluščiti, saj so prihodki, odhodki, dobiček itd. prikazani za vse njihove edicije skupaj in ne vsako posebej),
- odkriti posledice različnih tipov lastništva na uspešnost in učinkovitost poslovanja podjetij Delo, Dnevnik in Finance,
- prikazati prednosti oziroma slabosti različnih tipov lastništva,
- analizirati morebitne prihodnje (napovedane) spremembe lastniške strukture in ugotoviti, kakšne so možne posledice sprememb.

Na podlagi ciljev smo si zastavili tudi namen. Ta je:

- izpeljati zaključek, ki lahko služi kot nasvet pri prihodnjem spreminjanju lastniške strukture slovenskih medijev.

V magistrski nalogi bomo zato najprej teoretično opredelili različne motive za prevzem oziroma vstop v lastniško strukturo izbranih medijskih hiš, pri čemer smo uporabili naslednje metode proučevanja:

1. Deduktivno metodo na osnovi vrste raziskav, ki obravnavajo problematiko prevzemov podjetij. Na osnovi splošnih spoznanj bomo pojasnili dejavnike strategije prevzema podjetja.
2. Splošno raziskovalno metodo spoznavnega procesa, ki obsega analizo in sintezo spoznanj.
3. Znanstveno deskripcijo, ki obsega zbiranje in urejanje obstoječih dognanj, njihovo primerjavo in interpretacijo.

Pri tem smo se že na začetku srečali s težavo prepoznavanja oziroma definiranja oblike prevzema v primeru podjetja Delo. Pri Financah in Dnevniku tu namreč ni večjih težav, situacija je jasna, povsem drugače pa je pri Delu, kjer je lastniška struktura zelo razpršena, vseeno pa podjetje tako rekoč obvladuje eno podjetje, Pivovarna Laško. In to kljub temu, da ima manj kot 25 odstotkov vseh delnic.

Temu bo sledilo empirično raziskovanje, analiziranje uspešnosti in učinkovitosti izbranih medijev. Pri tem smo se naslonili na trend gibanja njihovih prodanih naklad in branosti ter že navedene kazalce finančne uspešnosti oziroma ekonomske učinkovitosti. Ti so prihodki od prodaje, dobiček iz poslovanja oziroma poslovni izid iz celotnega poslovanja, čisti dobiček oziroma čisti poslovni izid poslovnega leta, donosnost sredstev, donosnost kapitala in dodana vrednost na zaposlenega.

Pri izbiri metodološkega dela smo se naslonili na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, vire, prispevke in članke z najnovejšimi teoretičnimi ter tudi praktičnimi spoznanji s področja lastništva oziroma prevzemov. Spoznanja, ki so se predvsem v tujini in tudi doma pokazala kot uporabna v praksi, smo poskušali prenesti v magistrsko nalogo, pri tem pa vključiti tudi lastno znanje, pridobljeno tekom študija na magistrskem programu in tudi večletnega dela v medijih. V nalogo smo vključili tudi informacije, ki jih smo jih pridobili v pogovoru z zaposlenimi, upravami in lastniki izbranih medijskih hiš.

Zaradi boljše preglednosti in jasnosti smo magistrsko nalogo razdelili na pet delov. Prvemu delu, torej uvodu, sledi teoretično poglavje o motivih za prevzem oziroma vstop v lastniško strukturo podjetja. Tu najprej naštejemo oziroma opišemo različne vrste prevzemov, opredelimo in klasificiramo motive, tudi tiste za mednarodne prevzeme, ter poskušamo identificirati motive za prevzeme v konkretnem primeru. Na koncu na kratko opišemo tudi uspešnost različnih vrst prevzemov.

Rdeča nit tretjega poglavja je panoga tiskanih medijev s poudarkom na Sloveniji. Najprej smo opisali značilnosti panoge kot take in podrobnosti konsolidacije panoge tiskanih medijev. Nadaljujemo s prikazom sprememb lastniške strukture podjetij Delo, Dnevnik in Finance od leta 2000 do danes, in sicer v treh korakih, pri čemer vsak od njih prikazuje večji lastniški premik. Poglavje zaključimo s poskusom napovedi morebitnih oziroma



pričakovanih lastniških sprememb tako v slovenski medijski industriji na splošno kot tudi pri vsakem od preučevanih podjetij.

Četrto poglavje je ključno za našo analizo. V njem smo analizirali uspešnost in učinkovitost poslovanja podjetij Delo, Dnevnik in Finance ter gibanje prodanih naklad oziroma branosti. Pri tem smo najprej teoretično opredelili šest izbranih ekonomskih kazalcev, nato pa z njihovo pomočjo preučili poslovanje in povrh še naklado oziroma branost vsakega od izbranih podjetij posebej. Sledila je še primerjava in identifikacija dejavnikov uspešnosti prevzemov v panogi tiskanih medijev na podlagi dobljenih ugotovitev.

Zadnje poglavje je sklep. V tem delu natančno opišemo, kako in zakaj smo potrdili oziroma ovrgli našo hipotezo ter kaj to pravzaprav pomeni za slovenske tiskane medije oziroma medije na splošno.

## **2. MOTIVI ZA PREVZEM PODJETJA**

Teorije o prevzemih v glavnem izhajajo iz opazovanja in pojasnjevanja več različnih dejavnikov v prevzemnih situacijah. Zato bomo v tem delu obravnavali več teorij, ki izhajajo iz različnih motivov prevzemnikov ob prevzemu ciljnega podjetja. Nobena izmed njih namreč ni integralna, saj vsaka dejansko pojasnjuje le določen pogled na dejavnike za prevzem. Zato lahko rečemo, da so tudi posledice, ki so poudarjene pri posamezni teoriji, različne.

Zaradi povedanega je treba na teorijo o prevzemih podjetij gledati kot na skupek podteorij, ki niso izključujoče, temveč dopolnjujoče. Na tak način dejansko dobimo celotno sliko o dejavnikih in posledicah, ki nastopajo v resničnem dogajanju. Nobenega prevzema namreč ne moremo pojasniti zgolj z eno teorijo, saj so ti vedno posledica več različnih motivov oziroma dejavnikov, zato se jih ne da opisati ali uvrstiti samo v eno skupino.

Prvi vzrok za ravnokar opisane omejitve je že sama literatura, ki proučuje terminologijo povezovanja podjetij, saj v njej vlada precejšnja zmeda. Različni avtorji uporabljajo različne izraze za enak proces združitve podjetij. Dodatno neskladnost povzroča različen pristop ekonomistov in pravnikov do teh terminov, ki se uporabljajo v zakonskih predpisih in oblikovanju razvojne strategije.

Na splošno se v angleški poslovni literaturi uporabljajo trije izrazi: »takeovers«, »mergers« in »acquisitions«. Te izraze je zelo težko enoznačno opredeliti in med njimi potegniti jasno ločnico. Dodaten zaplet povzroča prevod v slovenski jezik: za »mergers« je primeren

prevod »združitve« oziroma »spojitve«; za »takeover« se praviloma uporablja izraz »prevzem«, »acquisitions« pa običajno »pripojitev« oziroma »priključitev«.

Izraz »takeover« je najbolj splošen in najmanj natančen; praviloma pomeni prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo skupino delničarjev. Druga dva izraza, »mergers«, »acquisitions«, sta poleg dodatnih oblik prenosa nadzora nad podjetji le dve izmed podoblik »takeovers« (Ross, 1993, str. 828). Sudarsanam (1995, str. 1-2) opredeli »merger« kot skupen nastop podjetij z združitvijo sredstev za doseg skupnih ciljev, »acquisition« pa kot nakup drugega podjetja. Brigham (1988, str. 843) in Weston (1990, str. 4) opredelita izraz »merger« kot splošen in nenatančen izraz, saj menita, da ta izraz vključuje vse oblike, ki privedejo s kombinacijo dveh ali več podjetij do enega samega podjetja.

## **2.1. OSNOVNE OBLIKE ZDRUŽITEV OZIROMA PREVZEMOV**

Poskusimo opredeliti osnovne vsebinske oblike prevzemov podjetij. Razlikovali bomo naslednje oblike: združitve (spojitve in pripojitve) in prevzeme (z odkupom delnic, odkupom premoženja).

O **združitvi** podjetij govorimo takrat, kadar iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. Znotraj kategorije združitve ločimo pripojitve in spojitve. O **pripojitvi** govorimo takrat, kadar prevzemno podjetje zadrži svoje ime in identiteto, pridobi pa vse obveznosti in sredstva prevzetega (pripojenega) podjetja. Prevzemno podjetje je močnejše finančno, tehnološko, tržno in njegova blagovna znamka je bistvena. Po združitvi prevzeto podjetje preneha obstajati kot ločena poslovna enota, njegovo ime izgine iz spiska delujočih podjetij, lahko pa ostane blagovna znamka. **Spojitve** je enaka pripojitvi, le da je ob združitvi ustanovljeno popolnoma novo podjetje. S spojitvijo obe podjetji pravno prenehata obstajati in postaneta del novega podjetja. V tem procesu razlika med prevzemnim in prevzetim podjetjem ni pomembna (Ross, 1993, str. 826). Pri spojitvi običajno nastopata dve približno enako močni podjetji, nobeno ni dominantno. Pogosto novo podjetje združi imeni prejšnjih.

**Prevzem podjetja z odkupom delnic** pomeni nakup delnic z glasovalno pravico ciljnega podjetja. Cilj prevzemnika je pridobitev zadostnega števila delnic (glasov) za prevzem nadzora nad prevzetim podjetjem. Postopek odkupa delnic se lahko prične z diskretnimi pogovori menedžerjev obeh podjetij, vendar morajo dobiti delničarji ciljnega podjetja neposredno ponudbo za odkup delnic. Ta »tender offer« je javna ponudba za odkup delnic ciljnega podjetja. Ponudba se lahko posreduje prek sredstev javnega obveščanja ali preko osebne pošte. Uporaba osebne pošte je za prevzemno podjetje manj ugodna in priljubljena, ker je potrebno imeti vsa imena in naslove delničarjev ciljnega podjetja (Ross, 1993, str. 827).

**O prevzemih podjetij z odkupom premoženja** govorimo, kadar prevzemno podjetje kupi sredstva (premoženje) ciljnega podjetja. Pri tem postopku je potrebno glasovanje delničarjev ciljnega podjetja (Ross, 1993, str. 828). S pravnega stališča je prevzem podjetja z odkupom premoženja najbolj zapleten, saj zahteva urejanje dokumentacije za prenos vsake posamezne postavke iz premoženja ciljnega podjetja, ni pa nujno, da se prevzame celotno premoženje (Levine, 1989, str. 3).

Ekonomisti pa združitve podjetij običajno razvrstijo v tri skupine, in sicer glede na dejavnost obeh podjetij: horizontalne, vertikalne in konglomeratne združitve. **Horizontalna združitve** je povezovanje podjetij iz iste panoge. Ta podjetja so neposredni konkurenti in poslujejo na istem trgu. Primer je združevanje podjetij v avtomobilski industriji oziroma v našem primeru v panogi tiskanih medijev. Te združitve omogočajo izkoriščanje ekonomij obsega v proizvodnji in distribuciji, zniževanje stroškov in povečanje konkurenčne prednosti ter tržne moči podjetja. S takimi združitvami lahko prihaja do negativnih učinkov na konkurenco, saj lahko zaradi manjšega števila podjetij v panogi nastanejo monopoli, ki izkoriščajo monopolno moč. Zaradi teh negativnih učinkov na konkurenco v panogi so horizontalne združitve predmet državne ali mednarodne regulative (protimonopolna zakonodaja).

**Vertikalna združitve** povezuje podjetja, ki poslujejo v zaporednih fazah (ni nujno, da v zaporednih, le da so v različnih) procesa produkcije in distribucije. V tej kategoriji lahko vertikalne združitve oziroma priključitve delimo na priključitve naprej in priključitve nazaj. Za priključitve naprej je značilno, da se obravnavano podjetje združi s podjetjem-kupcem; običajno je namen izboljšanje zmožnosti za diferenciacijo proizvodov, dostop do distribucijskih kanalov, stabilnost dobav ter dostop do tržnih informacij in možnost diferenciranja cen za končne kupce. Za priključitve nazaj je značilno, da se podjetje združi s svojim dobaviteljem; s kontrolo inputov omogoča boljše diferenciacijo proizvodov in zaščito specifičnega znanja, ki ga je sicer potrebno prenesti na dobavitelje surovin oziroma sestavnih delov (Porter, 1980, str. 315-318). Združitve letalske družbe in potovalne agencije je nazoren primer vertikalne združitve.

Vse ostale združitve so **konglomeratne združitve**. Zanje je značilno povezovanje podjetij, ki se ukvarjajo z nesorodnimi dejavnostmi in nimajo med seboj nikakršnih tehnoloških in proizvodnih povezav. Primer je združitve pivovarskega podjetja z medijskim. Weston (1990, str. 85) deli konglomeratne združitve na:

- Združitve, ki povečujejo dolžino asortimana podjetij. Gre za združitve podjetij v sorodnih panogah in jih lahko poimenujemo konglomeratne združitve.
- Združitve, ki povečujejo geografsko-tržno prisotnost podjetij. V tem primeru se združujeta podjetji, ki delujeta v različnih geografskih področjih.
- Druge konglomeratne združitve (čiste konglomeratne združitve), ki obsegajo združitve podjetij, ki se ukvarjajo s popolnoma nepovezanimi dejavnostmi.

Weston (1990, str. 99) meni, da lahko življenjski cikel panoge pripomore k ekonomski razlagi izbire vrste združitve in priključitve podjetij v različnih fazah razvoja panoge. Ob tem pa priznava, da vloga življenjskega cikla panoge ni podprta z empiričnimi dokazi. Kljub temu si bomo vlogo življenjskega cikla panoge podrobneje ogledati.

Življenjski cikel izdelka in panoge ter teoretična opredelitev iz prejšnjega odstavka namreč predvidevajo različne oblike združitvev in prevzemov podjetij v različnih stopnjah življenjskega cikla izdelka oziroma panoge. Predvidevanja različnih oblik združitvev oziroma prevzemov v različnih stopnjah življenjskega cikla panoge so opredeljena in obrazložena v tabeli 1.

Ta prikaz je za nas še posebej zanimiv zaradi obravnavanja panoge tiskanih medijev in njenega življenjskega cikla. Medijska panoga, predvsem panoga tiskanih medijev v Sloveniji in tudi drugod, je namreč zrela panoga. Še več, za tiskane dnevne časopise bi lahko celo rekli, da so v fazi upadanja, saj jih drugi mediji, najprej radio, kasneje pa televizija in v zadnjem času predvsem internet, počasi, a vztrajno izpodrivajo. Vendar jim popolne prevlade, vsaj še nekaj časa, ne gre napovedovati.

**Tabela 1: Združitve in življenjski cikel panoge**

<i>Stopnja življenjskega cikla panoge</i>	<i>Vrsta združitve</i>
<i>Stopnja razvoja</i>	<p>Majhna podjetja v panogah, ki so v razvoju, so lahko cilj velikih podjetij iz zrelih ali upadajočih panog. V tem primeru govorimo o konglomeratnih združitvah. Majhna podjetja se za prodajo odločajo, ker ne želijo zaupati velikih investicij menedžmentu, ki nima ustreznih izkušenj ter zaradi zamenjave osebnih prejemkov s kapitalskimi dobički.</p> <p>V tej stopnji lahko zasledimo tudi horizontalne združitve med novo ustanovljenimi malimi podjetji. Z združitvijo lahko ta podjetja zberejo sredstva za potrebne naložbe ter pridobijo sposoben in izkušen menedžment.</p>
<i>Stopnja rasti</i>	Združitve na tej stopnji so enake prej omenjenim, le da je bolj jasno, ali je panoga lahko dobičkonosna in uspešna pri prodaji izdelkov.
<i>Stopnja zrelosti</i>	Namen združitev podjetij na tej stopnji je doseganje ekonomije obsega v raziskavah, proizvodnji, prodaji in trženju izdelkov, da bi znižali stroške poslovanja. Nekateri prevzemi manjših podjetij s strani večjih so izvedeni zaradi zagotavljanja širše finančne osnove in pridobivanja manjkajočih menedžerskih veščin.
<i>Stopnja upadanja</i>	Da bi podjetja preživela, prihaja na tej stopnji do horizontalnih združitev, s katerimi poskušajo znižati stroške poslovnih funkcij. V panogi v upadanju lahko prihaja do vertikalnih združitev z namenom povečanja učinkovitosti in dobička. Poleg horizontalnih in vertikalnih združitev lahko pride tudi do konglomeratnih prevzemov podjetij iz rastočih panog s strani podjetij iz panog, ki upadajo.

Vir: Weston, 1990, str. 102.

## **2.2. OPREDELITEV IN KLASIFIKACIJA MOTIVOV ZA PREVZEME**

Motive za združevanje oziroma prevzeme podjetij lahko obravnavamo z vidika prevzemnega in prevzetega podjetja. V literaturi je o motivih za združevanje z vidika prevzetega podjetja napisanega relativno malo. Glas (1995, str. 110) navaja dve skupini razlogov za združevanje z vidika prevzetega podjetja:

1. Problem »podjetja v težavah«: tarča (prevzeto podjetje) se lahko odloči za prodajo določenega dela podjetja zaradi slabih poslovnih rezultatov (upadanje prodaje, izguba, možnost bankrota). Ta razlog je pogost pri manjših podjetjih.
2. Če se želi lastnik individualnega ali družinskega podjetja upokojiti, je prodaja podjetja najugodnejša rešitev. S prodajo si lastnik zagotovi plačilo za življenjski trud, hkrati pa podjetje posluje naprej, tako da zaposlenim ne grozi izguba službe.

Fitzgerald (1992, str. 405) navaja sedem razlogov za prodajo podjetja:

1. Želja po združitvi s podjetjem, ki ima boljše proizvodno tehnologijo in uspešnejši razvoj proizvodov.
2. Nezmožnost prodaje odličnega proizvoda zaradi pomanjkanja sredstev ali menedžerskih sposobnosti.
3. Upokojitev lastnikov podjetja, ki nimajo uspešnih naslednikov.
4. Nekatere ponudbe prevzemnih podjetij so tako mamljive, da jih ciljno podjetje ne more zavrniti.
5. Nekajletno poslovanje podjetja brez nadomeščanja zastarele opreme in razvoja novih proizvodov, kar ogroža njegov konkurenčni položaj.
6. Precenjena sredstva podjetja.
7. Podcenjeno izkazovanje obveznosti podjetja.

Veliko pomembnejši motivi za združevanje podjetij so motivi z vidika prevzemnika. Osnovni cilj vsakega podjetja je namreč ustvarjanje vrednosti delničarjem, kar dinamično vključuje rast podjetja. Rast podjetij je lahko notranja, samostojna (interna) ali zunanja (eksterna) (Pučko, 1996, str. 41). Notranjo rast omogoča boljša raba proizvodnih sredstev ali nakup dodatnih proizvodnih sredstev, zunanja rast pa je posledica prevzema, spojitve ali pripojitve drugega podjetja. Oblika rasti, ki jo bo podjetje zasledovalo, je odvisna od podjetja, od panoge, v kateri nastopa, in njenih značilnosti. Notranja rast podjetja je lahko za podjetje, ki deluje v zreli stagnirajoči panogi, neracionalna.

Po Westonu (1990, str. 74) so dejavniki, ki dajejo prednost zunanji rasti, naslednji:

1. Nekatere cilje je mogoče hitreje doseči s priključitvami podjetij.
2. Stroški notranjega razvoja podjetja lahko presegajo stroške priključitve.
3. Nižje tveganje, nižji stroški in krajši čas, kar vodi k večanju tržnega deleža s priključitvami drugih podjetij.
4. S pomočjo lastnih vrednostnih papirjev lahko podjetje financira pridobitev kontrolnega deleža v ciljnim podjetju, kar načeloma ni mogoče z notranjim razvojem.

5. Ciljna podjetja ne izkoriščajo svojega premoženjskega potenciala in potenciala menedžmenta tako učinkovito, kot bi to lahko storilo prevzemno podjetje.
6. Morebitne davčne prednosti.
7. Dopolnjevanje ciljnega podjetja in prevzemnika, da bi dosegli učinke sinergije.

### **2.2.1. Klasifikacija motivov po Brighamu in Gaughanu**

V literaturi so navedeni različni motivi za prevzem, ki se med seboj pogosto prekrivajo in celo izključujejo. Mi smo se odločili, da bomo motive predstavili s pomočjo razčlenitve po Brighamu in Gaughanu, z določenimi dopolnitvami drugih ekonomistov. Po našem mnenju je ta členitev v našem primeru, torej pri obravnavi konsolidacije v panogi tiskanih medijev, najprimernejša.

#### **2.2.1.1. Pričakovani sinergični učinki**

Najpomembnejši razlog za večino združitvev je povečanje vrednosti združenega podjetja. O sinergiji, ki jo Brigham (1988, str. 843) poimenuje kot  $2 + 2 = 5$  efekt, govorimo, če se združita podjetji A in B v skupno podjetje C in je vrednost skupnega podjetja višja od vsote vrednosti podjetij A in B pred združitvijo. Gaughan (2002, str. 115) meni, da si lahko prevzemno podjetje zaradi pričakovanih sinergičnih učinkov privoščiti plačilo premije delničarjem prevzetega podjetja za njihove delnice. Združeno podjetje lahko s pomočjo sinergičnih učinkov dosega pozitivno neto priključitveno vrednost (NAV).

$$\mathbf{NAV = VAB - (VA + VB) - P - E}$$

Legenda:

VAB vrednost skupnega podjetja

VA tržna vrednost podjetja A

VB tržna vrednost delnic podjetja B

P premija plačana za B

E stroški priključitvenega procesa

S preureditvijo prejšnje enačbe dobimo:

$$\mathbf{NAV = [VAB - (VA + VB)] - (P + E)}$$

Sinergični učinek je v naši enačbi enak vrednosti  $[VAB - (VA + VB)]$ . Za ekonomsko upravičenje prevzema mora biti sinergični učinek večji od vrednosti  $(P + E)$ ; če je manjši od te vrednosti in je kljub temu prišlo do prevzema, je prevzemno podjetje prevzeto podjetje preplačalo.

Sinergične učinke lahko dosežemo na več načinov. Brigham (1988, str. 843) navaja štiri: operativne ekonomije obsega, finančne ekonomije obsega, razlike v učinkovitosti

menadžerskih skupin in povečana tržna moč. Levy (1988, str. 528) pri sinergičnih učinkih razlikuje le med operativnimi in finančnimi sinergijami. Po njegovi delitvi motivov za prevzeme podjetij je sinergija z menedžersko učinkovitostjo in tržno močjo le eden od motivov pri večji učinkovitosti. Če primerjamo razlagi sinergij, ugotovimo, da je razlika le v imenu motiva in ne v vsebini. Nasprotno Gaughan (2002, str. 115) med sinergijske učinke ne prišteva razlik v učinkovitosti menedžerskih skupin in povečane tržne moči.

**Operativne sinergije** je mogoče doseči s povečanjem prihodkov in z zmanjšanjem stroškov (Gaughan, 2002, str. 116), pri čemer je slednje lažje. Za doseganje teh sinergij je veliko virov, med njimi običajno navajajo uporabo skupnih tržnih priložnosti z navzkrižnim trženjem izdelkov podjetij, ki sta združeni. Z navzkrižnim trženjem se lahko povečajo prihodki obeh podjetij in s tem tudi prihodki skupnega podjetja. S širšim in globljim asortimanom izdelkov skupnega podjetja je mogoče prodati več izdelkov in storitev v zvezi z osnovnim izdelkom. Do operativnih sinergij s povečanjem prihodkov lahko pride, ko podjetje v močno blagovno znamko vključi take izdelke iz pridruženega podjetja, ki nimajo ustreznega ugleda pri kupcih. Do pozitivnih učinkov lahko privede tudi združitev podjetja z izjemno dobro distribucijsko mrežo in podjetjem z izjemno dobrim izdelkom, vendar slabo distribucijsko mrežo. Združeno podjetje s takimi značilnostmi lahko prehití konkurenčna podjetja in poveča svoje prihodke.

Iz same opredelitve operativnih sinergij s povečanjem prihodkov izhaja, da jih je težko opredeliti in kvantificirati, zato se v večji meri proučujejo in uporabljajo operativne sinergije z zmanjšanjem stroškov. Te sinergije se dosežajo z ekonomijami obsega, ki jih dosežemo, ko s povečanjem obsega proizvodnje znižujemo povprečne proizvodne stroške. Ekonomije obsega obstajajo do točke, ko podjetje doseže optimalno velikost, potem pa z nadaljnjo rastjo podjetja pričnejo naraščati povprečni stroški in nastane diseconomija obsega.

Operativne ekonomije obsega lahko dosežemo pri horizontalnih in vertikalnih združitvah podjetij. Pri horizontalnih združitvah dosežemo operativne ekonomije obsega z višjo stopnjo izkoriščenosti razpoložljivih sredstev, večjo specializacijo in s hitrejšo avtomatizacijo. Pomembno vlogo igra tudi nova organizacijska shema samega podjetja. Z vertikalno združitvijo pa lahko dosežemo boljšo koordinacijo različnih ravni proizvodnje, zaradi česar se zmanjšajo stroški komunikacije in podjetja se lahko izognejo raznim pogajanjem, ki onemogočajo tekoč pretok polproizvodov med zaporednimi proizvodnimi fazami (Weston, 1986, str. 908).

**Finančne sinergije** v konglomeratnih podjetjih pa je mogoče dosegati z ekonomijo obsega pri stroških izdaje vrednostnih papirjev in transakcijskih stroških. Na finančnih trgih združeno večje podjetje namreč pride lažje in ceneje do posojil kot manjša podjetja, ki veljajo za bolj tvegana. Z izdajo obveznic lahko večja podjetja dosežejo nižjo obrestno mero oziroma nižjo ceno izposoje denarnih sredstev. Poleg tega pri izdaji vrednostnih papirjev prihaja do fiksnih stroškov (stroški tiskanja, zavarovanje vrednostnih papirjev), ki



se glede na to, da si večje podjetje z izdajo vrednostnih papirjev izposoja večja denarna sredstva, razporedijo na večjo količino izdanih vrednostnih papirjev.

Zaradi večjega obsega poslovanja so tudi nakupi inputov cenejši, saj podjetje kupuje v večjih količinah. Večje podjetje je tudi pogajalsko močnejše, in sicer tako pri pogajanjih z državo in delavci kot tudi okoljem. Z združitvijo podjetij, katerih denarni tokovi ne sovpadajo, se zmanjša možnost bankrota (Weston, 1986, str. 908).

Z združitvijo podjetij, katerih denarni tokovi ne sovpadajo, se zmanjšajo možnosti, da bi denarni tokovi padli na raven, ko bi bilo podjetje tehnično nesolventno. Podjetje postane tehnično nesolventno, če ne poravnava tekočih zapadlih obveznosti. Tehnična nesolventnost lahko nastane tudi, ko so sredstva višja od obveznosti podjetja. Je manj nevarna od situacije, ko ima podjetje sredstva nižja od obveznosti, vendar lahko pomembno negativno vpliva na kreditno boniteto podjetja in s tem na stroške kapitala (Gaughan, 2002, str. 121-122).

#### **2.2.1.2. Razlike v učinkovitosti menedžerjev**

Združitve naj bi zmanjšale oziroma izničile razlike v učinkovitosti menedžerskih skupin: učinkovitost menedžerske skupine slabšega podjetja naj bi se povečala na raven učinkovitosti menedžerske skupine boljšega podjetja (Bešter, 1996, str. 42). Nekateri vidijo ta motiv razlik v učinkovitosti menedžerskih skupin drugače (Weston, 1990, str. 191). Menedžment podjetja, ki ni popolnoma izkoriščen, lahko prevzame podjetje, katerega vodstvo posluje suboptimalno zaradi pomanjkanja ustreznih vodstvenih kadrov. Rešitev za podjetje z neizkoriščeno zmogljivostjo menedžerjev bi lahko bila v manjšem številu vodstvenega kadra, vendar bi zaradi razbitja menedžerske skupine prišlo do zmanjšanja prednosti te skupine (spretnosti, znanj in izkušenj). V takšnem primeru je najboljša rešitev prevzem sorodnega podjetja in poln izkoristek zmogljivosti.

Nekatere prevzeme in združitve motivira prepričanje, da lahko menedžment prevzemnega podjetja bolje upravlja s ciljnim podjetjem kot dosedanje vodstvo. Do prevzema oziroma združitve lahko pride, če je menedžment prevzemnega podjetja prepričan, da se bo vrednost ciljnega podjetja pod njegovim vodstvom povečala. Zato se prevzemna podjetja odločajo za prevzem po ceni, ki presega trenutno vrednost delnic ciljnega podjetja. Taki prevzemi so možni predvsem v primerih, ko večje podjetje prevzema manjše podjetje, seveda pa je lahko tudi obratno.

#### **2.2.1.3. Večja tržna moč**

Pogosto je razlog za združitev podjetij povečanje tržnega deleža, s čimer bi podjetja dosegala nove ekonomije obsega. S povečano tržno močjo se pogosto poveča tudi stopnja

koncentracije v gospodarstvu, kar omogoča monopolne dobičke (Bešter, 1996, str. 69). Koncentracija je zaradi omogočanja monopolnih dobičkov nezaželena. Če z združitvami podjetja ne dosežejo ekonomije obsega, je torej jasno, da pelje koncentracija le v pridobivanje monopolnih dobičkov. Kadar so ekonomije obsega z združitvami podjetij dosežene, je potrebno primerjati novo doseženo učinkovitost z učinki povečane koncentracije (Weston, 1986, str. 910).

#### **2.2.1.4. Davčni razlogi**

Davčni razlogi so pogosto omenjan motiv za združitve in prevzeme podjetij. Pogosto se navaja možnost zamenjave davka na dobiček z davkom na kapitalni dobiček. Prezemno podjetje prevzame ciljno hitro rastoče podjetje z nizko ali ničelno stopnjo izplačila dividend. Ko se rast ciljnega podjetja ustavi, se to podjetje proda in realizira kapitalni dobiček (Weston, 1986, str. 911). Združitve, ki so motivirane z davčnimi prednostmi, se pogosto kritizirajo kot igre z ničelno vsoto podjetij proti državi (Bešter, 1996, str. 70). Visoko donosno podjetje, ki je v najvišjem davčnem razredu, se lahko združi s podjetjem, ki je poslovalo z izgubo. To izgubo je mogoče v naslednjih letih v združenem podjetju odbiti od dobička pred njegovo obdavčitvijo.

Osebni davčni dejavniki prav tako lahko pripeljejo do združitve. Če ima podjetje presežne denarne tokove, ima naslednje možnosti za razporeditev presežka denarja (Brigham, 1988, str. 843):

1. plačilo dodatnih dividend (v tem primeru morajo delničarji plačati osebne davke za te dodatne dividende),
2. nakup tržnih dolžniških papirjev (dolžniški papirji imajo nizko stopnjo donosa),
3. nakup lastnih delnic (slabost je, da je potrebno pri nakupu delnico preplačati),
4. nakup drugega podjetja.

V takšni situaciji je nakup drugega podjetja vabljiva izbira za menedžment, ki ne želi, da bi finančni viri odtekali v žepe delničarjev in ustvarjali dolgoročna pričakovanja, ki jih je v naslednjih letih težko zadovoljiti.

#### **2.2.1.5. Podcenjenost prevzetih podjetij**

Delnice podjetij so lahko na trgu kapitala iz različnih razlogov podcenjene. Pozoren investitor lahko zasluži z nakupom podcenjene delnice. Nekatera združevanja in pripajanja podjetij so lahko le dobra možnost zaslužka (Davidson, 1985, str. 197). Podcenjenost podjetja je lahko motiv za prevzem zlasti, če prevzemnik razpolaga z notranjimi informacijami, ki niso dostopne širši javnosti, ker tako bolje pozna pravo vrednost podjetja. Kadar je tržna cena nižja od ocene, ki temelji na notranji vrednosti podjetja, je proučevano podjetje podcenjeno in s tem prevzemnik dobi svojo priložnost (Bešter, 1996, str. 52).

V zgodnjih osemdesetih letih so naftna podjetja na primer z nakupom drugih naftnih podjetij ceneje prišla do naftnih rezerv kot s postavitvijo novih vrtin (Brigham, 1988, str. 844), kjer so tveganja bistveno večja. Navedeno je mogoče pojasniti s kvocientom  $q$ , ki je definiran kot razmerje med tržno vrednostjo delnic podjetja in stroški zamenjave premoženja, nominiranega s temi delnicami. V tem obdobju je bila inflacija sorazmerno visoka, kar je imelo dva učinka:

- cene delnic so bile na svetovnih borzah relativno podcenjene in
- stroški zamenjave premoženja so nominalno naraščali.

Kvocient  $q$  se je gibal med 0,5 in 0,6. Priključitev je v tem primeru cenejši način uvajanja novih proizvodov v svoj prodajni program kot gradnja novih proizvodnih možnosti (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 199).

### 2.2.1.6. Diverzifikacija

Splošno prepričanje je, da diverzifikacija zmanjša variabilnost denarnih tokov v podjetju, s čimer se zmanjša tveganje oziroma »zavarovalni učinek«. Stabilizacija denarnih tokov je zaželena za lastnika - menedžerja, ki ima večino svojega premoženja naloženega v podjetju, in za zaposlene. Za lastnika - menedžerja prodaja dela svojega podjetja za diverzifikacijo ne pride v poštev, ker bi s tem izgubil samostojnost. Zanj je diverzifikacija z združitvijo najboljša rešitev (Brigham, 1988, str. 844).

Do »zavarovalnega učinka« pride, če podjetji s popolnoma nekoreliranimi prihodki združita svoje prihodke. Skupni prihodki združenih podjetij so v primerjavi s prihodki obeh posameznih podjetij manj ciklični in spremenljivi. Zaposleni so s svojimi specifičnimi znanji podjetja bolj produktivni. Specifična znanja podjetja pridobijo z neprestanim, dolgoletnim usposabljanjem in zaradi njih so bolje plačani, omogočeno jim je napredovanje in osebni razvoj znotraj podjetja. Ta znanja podjetja so v drugih podjetjih neuporabna, s tem pa tudi ti zaposleni, zato je diverzifikacija podjetja ugodna za zaposlene, katerih možnosti za razpršitev so majhne (Bešter, 1996, str. 48). Delničarji lahko tveganje svojih naložb zmanjšajo z vlaganjem v različna podjetja (Bešter, 1996, str. 47) in to lahko dosežejo bolj učinkovito kot podjetja.

Vertikalna integracija oziroma združitvev z motivom diverzifikacije je lahko najvarnejši izhod iz obstoječega področja delovanja, ki je v upadanju. Nevarno pri tem je, da podjetje ob integraciji ne ve, koliko časa bo trajala konjunktura v panogi, v katero vstopa.

Diverzifikacija pomeni rast podjetja zunaj panoge, v kateri sprva deluje (Gaughan, 2002, str. 123). Ta motiv je pomembno vlogo odigral v tretjem združitvenem valu, v t.i. konglomeratni dobi. Podjetja so v 1960-ih letih raje rasla s pomočjo eksterne rasti, z nakupi drugih podjetij, kot z interno. Sicer so bile te zunanje rasti pospešene z različnimi kreativnimi finančnimi tehnikami, ki so povzročile, da so se delnice prevzemnih podjetij

podražile, s tem da se dodana vrednost ni spremenila. V sedemdesetih in osemdesetih letih je prišlo do ponovnega razcepljanja tistih podjetij, ki so se združevala v šestdesetih letih, kar je povzročilo pomisleke o smiselnosti in racionalnosti diverzifikacije kot načina zunanje rasti podjetja.

Nevarnost diverzifikacije kot edinega motiva za prevzem podjetja je tudi, da menedžment prevzemnega podjetja z določenimi menedžerskimi veščinami ni ustrezno usposobljen za vodenje ciljnega podjetja. Vodstvo prevzemnega podjetja ima veščine za uspešno poslovanje v določeni panogi, te pa v drugi nesorodni panogi morda ne zadoščajo za uspešno poslovanje (Gaughan, 2002, str. 129).

### **2.2.2. Druge klasifikacije motivov**

Obstajajo tudi številne druge klasifikacije motivov. Mi bomo omenili le nekatere. Levy (1988, str. 528) tako loči štiri motive za prevzeme podjetij. Kot najpomembnejši motiv navaja doseganje učinkovitosti. Nadalje opredeli še menedžerske motive, podcenjenost ciljnih podjetij in davčne motive.

Nekoliko drugačno razvrstitev ponujajo Ross, Westerfield in Jaffe (1993, str. 29). Motive razvrščajo v tri skupine:

- povečevanje prodaje,
- zniževanje stroškov in
- davčni motivi.

Drugačna pa je razdelitev Ansoffa et al. (1971, str. 17), ki so navedli naslednje motive za prevzeme podjetij, vendar pa jih niso razdelili po skupinah, kar je značilno za večino drugih avtorjev:

- omejevanje konkurence,
- izkoriščanje tržne moči,
- izstop iz panog z zmanjšanim povpraševanjem in/ali premočno konkurenco,
- diverzifikacija – s ciljem zmanjševanja tveganja poslovanja podjetja,
- komplementarnost – premoščanje lastnih primanjkljajev,
- učinkovit dostop do trga kapitala in cenejšega marketinga,
- polna zaposlitev virov podjetja s poudarkom na boljši izkoriščenosti menedžmenta,
- zamenjava menedžmenta,
- izkoriščanje davčnih priložnosti, kar je mogoče le s prevzemi,
- nove izdaje vrednostnih papirjev (vpliv na razmerje med ceno delnice ter dobičkom na delnico),
- prestiž,
- želja po gradnji imperija in upravljanju vse večjega podjetja.

### 2.2.3. Motivi mednarodnih prevzemov

V magistrski nalogi nas, predvsem zaradi narave obravnavane tematike in značilnosti konsolidacije v panogi tiskanih medijev, zanimajo tudi prevzemi slovenskih podjetij oziroma medijskih hiš s strani tujcev. Seveda se stopnja prevzemnih aktivnosti v tem delu Evrope ne more primerjati in se tudi ne ujema z zgodovino v ZDA, Veliki Britaniji in zahodni Evropi. Vendar pa od padca komunističnih in socialističnih režimov ter vzpostavitve tržnih mehanizmov prihaja do podobnih procesov, oblik prevzemov in povezav podjetij kot v na tem področju razvitejšem svetu.

Vseeno pa je potrebno izpostaviti, da so motivi za prevzeme v tranzicijskih državah drugačni kot v razvitih ekonomijah. Gre predvsem za dejstvo, da so podjetja velikokrat neučinkovita, mnogokrat s prevelikim številom zaposlenih delavcev, neprimerno organizacijsko strukturo ipd. V teh državah so potekali (potekajo) privatizacijski procesi. Podjetja delujejo na nerazvitem trgu kapitala. Če so lastniki državne agencije, dajejo več poudarka na investicije in politiko zaposlovanja. Privatni lastniki pa na splošno bolj zasledujejo maksimiranje cene delnice (Lahovnik, 2000a, str. 15).

Zato se menedžment ciljnega podjetja pri prevzemu v tranzicijskih državah pojavlja kot še posebej pomemben dejavnik. Njegov motiv je vezan na dolgoročnejši obstoj podjetja in ohranitev dobre zaposlitve. Večino prevzemov do leta 1999 lahko razložimo s hipotezo učinkovitosti (Lahovnik, 2000a, str. 4).

Druga značilnost tujih prevzemov v naši regiji je njihov tip, saj je bila večina horizontalne narave, kar velja tudi za medijsko industrijo oziroma naš primer. Res pa je, da se z razvojem demokracije in približevanju EU se pojavljajo tudi tendence po ostalih oblikah povezav.

Motivi mednarodnih prevzemov imajo pomembno vlogo tudi v medijski industriji, še posebej v zadnjih nekaj letih, ko evropske in svetovne medijske hiše iščejo svoje možnosti za rast na tujih, zlasti rastočih trgih. Tak primer so na primer Finance, delno tudi Dnevnik, medtem ko v drugih segmentih medijskega trga izstopajo predvsem televizijske postaje. POP tv in Kanal A sta namreč v lasti ameriške CME, Prvo TV (po novem spet TV 3) pa je prav pred kratkim prevzel švedski Modern Times Group. Poleg tega z upoštevanjem mednarodnih razsežnosti dobivajo doslej opisani motivi novo, širšo vsebino, ki se odraža v rasti podjetja prek omejitev notranjega trga, dodatnih možnosti ekonomij obsega, novih tehnologij, dodatnih izkoriščanj tehnoloških prednosti, nadaljnjega diferenciranja trgov in izdelkov (Bešter, 1996, str. 74).

Kljub temu je kar nekaj motivov, ki spodbujajo podjetja k razširitvi poslovanja preko meja narodnega gospodarstva, podobnim motivom za prevzeme podjetij v narodnem gospodarstvu. Res pa je, da so nekateri značilni le za povezovanje podjetij preko meja

narodnega gospodarstva. V tabeli 2 so navedeni motivi, ki jih Weston (1990, str. 425) vključuje med motive mednarodnih prevzemov.

Med najpomembnejše motive mednarodnih prevzemov tako spada rast, ker je za podjetje vitalnega pomena, združitve pa zagotavljajo takojšnjo rast. Dejstvo, da stopnja rasti ciljnega trga ne vpliva na tuje neposredne naložbe, potrjuje željo podjetij po takojšnji rasti in ne po potencialni bodoči rasti (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 426).

Za dobičkonosna podjetja v majhnem in počasi rastočem domačem trgu je ceteris paribus primerneje investirati presežna denarna sredstva na velik in hitro rastoči tuji trg. Hkrati je lahko domači trg zasičen in premajhen za zagotovitev rasti gigantskih podjetij. S takšnimi združitvami srednje velika podjetja postanejo velika, dosegaajo ekonomije obsega in uspešno konkurirajo domačim velikim podjetjem. Nenazadnje globalizacija običajno zahteva od podjetij ustrezno velikost za izvajanje mednarodnih operacij.

Tehnologijo kot motiv za mednarodne združitve je mogoče predstaviti v dveh oblikah. Prva oblika: tehnološko razvito podjetje prevzame manj tehnološko razvito podjetje v tujini in si tako omogoči izkoriščanje tehnoloških prednosti. Druga oblika: tehnološko zaostalo podjetje prevzame oziroma se združi s tujim tehnološko razvitim podjetjem; skupno podjetje zagotovi konkurenčni položaj na domačem in na tujem trgu.

Pri razširitvi prednosti z diferenciacijo proizvodov je v ospredju predvsem močna korelacija med multinacionalizacijo in diferenciacijo proizvodov. Podjetje, ki si je z izdelovanjem visoko kakovostnih proizvodov ustvarilo ugled na domačem trgu, lahko s prodajo takšnih izdelkov ustvari takšen ugled tudi na tujem trgu.

Državna politika lahko z inštrumenti zaščitne politike vpliva na mednarodne združitve na več načinov. Priljubljeni inštrumenti državne zaščitne politike za zaščito domačega gospodarstva so carine in kontingenti. Tovrstni inštrumenti celo pospešujejo mednarodne prevzeme, če je trg, ki se s temi inštrumenti ščiti, velik. Pozitiven vpliv na mednarodne prevzeme imajo tudi ukrepi države na področju varovanja okolja. V primeru, da se podjetje odloči za graditev novih proizvodnih zmognosti na tujem trgu, mora računati na zakonodajo, ki ureja poslovanje podjetij in prilagajanje nanjo. Prevzemi so v tem primeru ustrežnejši, kajti podjetje na trgu že obstaja in že ima ustrezna znanja o zakonodaji in načinu poslovanja.

Menjalni tečaj lahko pomembno vpliva na dejansko ceno nakupa podjetja v tujini, torej financiranje nakupa, proizvodne stroške ciljnega podjetja in vrednost repatriiranega dobička.

Politična in ekonomska stabilnost v narodnem gospodarstvu privablja tuje prevzemnike podjetij. Med elemente politične (ne)stabilnosti lahko štejemo možnost izbruha vojne,

pogostost menjavanja vlade, možnost spremembe politike ob menjavi vlade in razlike med najpomembnejšimi političnimi strankami. Med poglavitne elemente ekonomske stabilnosti vsekakor spada inflacija. Visoka inflacija načeloma domačim podjetjem niti ne povzroča veliko preglavic, nasprotno pa je za tuje vlagatelje in podjetja nezaželena. Pomembno vlogo v ekonomski stabilnosti igra tudi stabilnost menjalnega tečaja.

Razlike v stroških in produktivnosti delovne sile: pri mednarodnih prevzemih imajo stroški in produktivnost delovne sile izjemno pomembno vlogo. Nizki stroški in visoka produktivnost delovne sile privabljajo tuje prevzemnike.

Sledenje strankam je posebno prisotno v bančništvu: dolgoročno razmerje med klienti in bankami je glavni vzrok prevzemov in združitvev v bančnem sektorju. Če klienti določene banke selijo svojo dejavnost v tujino, je ekonomsko smiselno, da jih banka spremlja v njihovem poslovanju v tujini.

Z mednarodnimi prevzemi si lahko prevzemno podjetje zagotovi diverzifikacijo. Z združitvijo dveh podjetij iz dveh različnih narodnih gospodarstev se lahko zagotovi manjša cikličnost prihodkov skupnega podjetja, ne glede na splošno stanje v narodnem gospodarstvu.

S surovinami revno narodno gospodarstvo: zagotovitev surovin je pomemben motiv podjetij iz narodnega gospodarstva, ki je revno z naravnimi surovinami. Takšna podjetja se za lažjo oskrbo s surovinami odločijo za vertikalno združitvev oziroma prevzem podjetij iz gospodarstev, ki so bogatejša z naravnimi surovinami. Navedeno običajno ni mogoče v primeru strateških surovin, kajti države lahko prepovedujejo tujcem last strateških surovin.

**Tabela 2: Motivi mednarodnih prevzemov**

<i>Motivi mednarodnih prevzemov</i>
1. Rast a. doseganje strateških dolgoročnih ciljev; b. rast iznad zmožnosti zasičenega domačega trga; c. razširitev trga na tuje in zaščita tržnega deleža na domačem trgu; d. zagotovitev ustrezne velikosti in ekonomije obsega za učinkovito mednarodno konkurenčnost.
2. Tehnologija a. izkoriščanje tehnološke prednosti; b. zagotovitev tehnologije na območja, kjer je primanjkuje.
3. Razširitev prednosti z diferenciacijo proizvodov
4. Državna politika a. izogibanje inštrumentom zaščitne politike (carine, kontingenti, uvozna dovoljenja, prepovedi in drugi); b. zmanjšanje odvisnosti od izvoza.
5. Menjalni tečaji a. vpliv na relativno ceno nakupa podjetja doma in v tujini; b. vpliv na vrednost repatriiranega dobička.
6. Politična in ekonomska stabilnost
7. Razlike v stroških in produktivnosti delovne sile
8. Sledenje strankam
9. Diverzifikacija a. z blagovnimi skupinami; b. geografsko.
10. S surovinami revno narodno gospodarstvo

Vir: Weston 1990, str. 425.

Podobno, a vseeno nekoliko drugačno razdelitev motivov za prevzeme v tujini pa je ponudil Sundarsanam (1995, str. 269), ki navaja sledeče motive:

- strategija rasti zaradi majhnega domačega trga;
- dostop do specifičnih inputov, izkoriščanje edinstvenih prednosti (blagovne znamke, ugled ...);
- obrambna strategija (konkuriranje s konkurenti na njihovem domačem trgu, premagovanje mednarodnih trgovinskih ovir ...);
- prilagajanje potrebam poslovnih partnerjev (domače banke, računovodski standardi ...);
- oportunitizem (izkoriščanje menjalniškega tečaja...).

K temu je treba še dodati, da je za prevzeme v tujini značilno plačilo z denarjem, saj je ta lastnost skupna večini primerov. Uporaba vrednostnih papirjev za tovrstne transakcije je



zelo redka (Brown, 1999, str. 2). Hkrati velja, da sovražni prevzemi v tujini praktično ne obstajajo.

### **2.3. KLASIFIKACIJA MOTIVOV V KONKRETNIH PRIMERIH PREVZEMOV**

Lastniške strukture preučevanih podjetij, torej Dela, d.d, Dnevnika, d.d. in Časnika Finance, d.o.o., se med seboj zelo razlikujejo. Enako velja tudi za Delove in Dnevnikove lastnike ter lastnike Financ, kar se posledično odraža tudi v samih motivih za prevzem.

*Delova* največja lastnika sta Pivovarna Laško (skoraj 25 odstotkov) in po novem Infond Holding (skoraj 20 odstotkov, ki jih je s terminsko pogodbo sicer prek Abanke in Probanke kupil od KD Holdinga) - precejšen delež pa imata tudi državna sklada Kad oziroma Sod -, torej podjetji, ki s panogo tiskanih medijev na prvi pogled nimata nikakršne povezave. V tem primeru je šlo torej za konglomeratno združitev, ki so jo tako Laščani kot Infond Holding pojasnili s terminom portfeljska naložba. Po njihovih besedah so se za nakup delnic Dela odločili zgolj in samo zato, ker je to dobro podjetje s precejšnjo možnostjo rasti, ki se bo dolgoročno, zaradi dividend in pa na koncu razlike med nakupno in prodajno ceno delnic, odrazila tudi v bilancah lastnikov. Drugi motivi, v tem primeru bolj ali manj neekonomski, temveč predvsem politično podkrepjeni (nadzor nad vsebinami največjega slovenskega splošno-informativnega dnevnika, usluga prijateljski politični eliti, »odpiranje vrat« za druge želene nakupe...), naj po njihovih zagotovilih ne bi imeli nobenega vpliva na njihovo odločitev za prevzem. Podobno velja tudi za večino zgoraj opredeljenih klasičnih motivov, ki jih prevzemniki največkrat izpostavljajo, torej pričakovane sinergične učinke, razlike v učinkovitosti menedžerskih skupin, povečano tržno moč, davčne razloge, podcenjenost podjetja in diverzifikacijo. Le slednje bi morda lahko uvrstili med ključne motive prevzemnikov, medtem ko ostali motivi (razen povečane tržne moči, ki pa bi jo znova morali analizirati v neekonomski luči) nikakor ne pojasnjujejo njihovega nakupa.

Pri Infondu, ki se tudi sicer ukvarja s finančnimi naložbami, ta razlaga, sploh, če ne poznamo takratnih razmer in ozadij na slovenskem trgu, niti ni tako presenetljiva, kar pa nikakor ne velja za Pivovarno Laško. Prav zato je novinarje Financ po objavi polletnih in devetmesečnih finančnih rezultatov Dela in podatkov o prodanih nakladah tiskanih medijev za leto 2006, ki so slabši od vseh prejšnjih, zanimalo, kako bodo reagirali; prodali svoj delež, saj jim ta ne prinaša pričakovanega donosa, zamenjali vodstvo ali kaj tretjega. Laščani, ki tudi sicer ne slovijo po dobri komunikaciji z mediji in drugimi zainteresiranimi javnostmi, na njihova vprašanja niso odgovorili (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Malo drugačen primer je *Dnevnik, d.d.*, ki ga že nekaj let s pomočjo nakupa večinskega 51-odstotnega deleža obvladuje založniška hiša DZS. Tudi v tem primeru gre za konglomeratno združitev, vendar v ne tako »čisti« obliki kot pri Delu. Dnevnik in

predvsem DZS sta, poleg med seboj, lastniško povezana tudi z distribucijskimi, komunikacijskimi in celo tujimi sorodnimi podjetji ter tvorita enega večjih slovenskih konglomeratov. Ker je Dnevnik letos oktobra prodal svoj delež v DZS, nekaj lastniških menjav pa je bilo tudi v distributerju Delu Prodaji, so te povezave sicer nekoliko manj očitne, a še vedno obstajajo. Sedaj, ko v lastniško strukturo skozi povezovanje z DZS najverjetneje vstopa še velik nemški medijski igralec WAZ, že dve leti pa ima četrtnski delež tudi avstrijska Styria, je konglomeratno povezovanje izgubilo še nekaj svojih razsežnosti in tako rekoč postalo skorajda že horizontalno. Vse naštetu vpliva tudi na motive, ki so DZS vodili pri prevzemanju Dnevnika. Za ta korak so se namreč odločili zaradi pričakovanih sinergičnih učinkov, povečanja tržne moči in diverzifikacije.

Drugačni motivi pa so pri nakupu Dnevnikovega deleža vodili Styrio, ki prav tako poudarja, da je Dnevnik njena portfeljska naložba. Vendar pa so bili tudi tu v ozadju še drugi dogovori, saj je Styria upala na večji delež v Dnevniku ali pa celo na prevzem Dela. Slednje je bilo po mnenju poznavalcev leta 2000, v času vlade Andreja Bajuka, skorajda že izpeljano. Na nesrečo takratne vlade pa so si Avstrijci, ki na slovenski trg niso želeli vstopiti na tak, za nekatere celo nekoliko nasilen in nenapovedan način, premislili, in nepodpisana pogodba o prodaji je, po govoricah sodeč, ostala v predalu. S tem so se takratni politični eliti, ki je sedaj, torej leta 2006, spet na oblasti, precej zamerili, kar pomeni, da so do nadaljnjega izgubili možnost za povečevanje deležev oziroma prevzeme. Vendar se njena pričakovanja, vsaj zaenkrat, niso uresničila. Poleg tega trenutna uprava Dela z Danilom Slivnikom na čelu ni ravno navdušena nad idejo o vstopu tujcev v njihovo lastniško strukturo.

Prevzem *Časnika Finance* pa je šolski primer horizontalnega prevzema, ki ga je švedska družba Bonnier Business Press, ki ima v lasti še devet sorodnih dnevnikov in en tednik, izvedla v dveh korakih. Najprej je, še kot Dagens Industri, postala nekaj manj kot polovična lastnica Financ, leta 2006 pa dokončno 100-odstotna. Pri prevzemu so jih vodili klasični prevzemni motivi, torej prodor na nove trge oziroma regionalna diverzifikacija, rast in s tem povečana tržna moč, prenos poslovnih praks ter morda tudi podcenjenost prevzetega podjetja.

## **2.4. USPEŠNOST RAZLIČNIH VRST PREVZEMOV**

Avtorji literature o prevzemih podjetij prihajajo do zelo različnih zaključkov glede same uspešnosti teh združitvev. V glavnem naj bi v javnosti veljalo splošno prepričanje, da je združitvev oziroma prevzem podjetja pozitivna stvar (Sudarsanam, 1995, str. 213). Vendar se ob tem takoj pojavijo različni dvomi, ali je temu res tako. Drugi problem, ki je pri tem zanimiv za nas, je, ali prevzemi povečajo tudi neto korist prevzetega podjetja. Torej, na podlagi katerih dokazov temelji prepričanje, da so prevzemi pozitivni za razvoj podjetja in v končni fazi celega gospodarstva.

Pri analiziranju uspešnosti prevzemov si lahko pomagamo z različnimi metodami. Najpogostejša med njimi je metoda *kumulativnih »nenormalnih« donosov*. Kot pravi Lahovnik (2000, str. 120), največja skupina avtorjev pri presojanju uspešnosti prevzemov namreč kot sodilo uporablja gibanje cen delnic prevzemnika in prevzetega podjetja v določenem obdobju pred in po prevzemu (Dess, Picken, Jay, 1998; Jarrell, Brickley, Netter, 1988; Bradley, Desai, Kim, 1988). Ta pristop predpostavlja, da trg kapitala v povprečju odraža nepristranska pričakovanja glede potencialno ustvarjene vrednosti, ki nastane z združitvijo ali priključitvijo podjetja. Raziskave največkrat temeljijo na ločenem ugotavljanju »nenormalnih« donosov delnic prevzemnika in ciljnega podjetja. Gre za analizo na podlagi rezidualov, ki izhaja iz donosa delnice podjetja v primerjavi z njenim pričakovanim tržnim donosom v določenem obdobju (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 256).

Vendar pa je ta pristop povezan z različnimi problemi. To so ustrezna izbira kritičnega dneva, ki ga upoštevamo kot mejnik za presojo uspešnosti prevzema, širina časovnega horizonta preučevanja in predvsem sama predpostavka o učinkovitosti trga kapitala. V tranzicijskih državah, ki se soočajo z relativno nerazvitim trgom kapitala, pa je navedeni pristop še toliko bolj problematičen.

Različne raziskave kumulativnih nenormalnih donosov kažejo, da večino takojšnjih koristi prevzema poberejo delničarji ciljnih družb. Na podlagi jasne ponudbe za priključitev lahko namreč cena delnic ciljnega podjetja zraste nad ceno pred ponudbo. Kljub temu pa so premije, ki jih prejmejo delničarji ciljnih podjetij, lahko zelo različne. Velike premije so, po mnenju mnogih raziskovalcev kapitalskega povezovanja podjetij, pomemben razlog za sorazmerno nizko uspešnost strategije prevzema ali podjetja (Lahovnik, 2000, str. 120).

Vendar pa omenjena metoda v našem primeru ni uporabna, saj od preučevanih podjetij le Delove delnice kotirajo na ljubljanski borzi. Dnevnik je sicer delniška družba, vendar ni uvrščena na borzo, medtem ko so Finance družba z omejeno odgovornostjo. Zato bi lahko preučevali le gibanje cene delnic njihovih lastnikov, pa še to le v omejenem obsegu.

Drugi avtorji, ugotavlja Lahovnik (2000, str. 123), ki raziskujejo strategijo prevzemov in priključitev podjetij, menijo, da je *stopnja odprodaje prevzetih podjetij* ustrezna mera uspešnosti strategije prevzema (Kaplan, Weisbach, 1992; Porter, 1987). Stopnja odprodaje (opustitve) prevzetih podjetij naj bi namreč kazala, da so mnoge strategije prevzemov zmanjšale in ne povečale vrednost delničarjem podjetij, ki so takšne strategije izvajala. Porter je v svoji empirični raziskavi ugotovil, da so podjetja v povprečju odprodala več kot polovico priključenih podjetij v novih panogah (Porter, 1987, str. 45). Podobno, a nekoliko nižjo stopnjo odprodaje prevzetih podjetij (43,9 odstotka), pa sta v svoji raziskavi ugotovila tudi Kaplan in Weisbach. Res pa je, da sta v analizi zajela različne vrste priključitev (Kaplan, Weisbach, 1992, str. 108).

Vendar pa ima tudi ta pristop nekaj pomanjkljivosti. Največja je gotovo, da podjetja prodajajo predhodno prevzeta podjetja zaradi različnih vzrokov, med katerimi ni nujno slabo poslovanje teh enot. Odprodaje prevzetih podjetij bi morali torej razdeliti na tiste, ki so posledica neuspešnega poslovanja in tiste, ki niso povezane z neuspešnim poslovanjem (Lahovnik, 2000, str. 123). Tudi ta metoda v našem primeru ni uporabna.

Raziskovalci so tudi ugotovili, da menedžerji pri izvajanju prevzemov podjetij izhajajo iz različnih in pogosto med seboj povezanih motivov (Walter, Barney, 1990; Lubatkin, 1983; Goldberg 1983; Chatterjee, 1986). Nekateri zato predlagajo ustrežnejšo mero za merjenje uspešnosti prevzemov podjetij, kot se sicer običajno uporablja v literaturi (Brouthers, van Hastenburg, van den Ven, 1998). Če je namreč predpostavka o obstoju več motivov pravilna, potem obstaja možnost, da so pretekle raziskave o uspešnosti združitve in prevzemov, ki so merile uspešnost na podlagi določenega finančnega indikatorja, podcenile doseganje drugih ciljev in s tem ustvarile izkrivljeno sliko o uspešnosti tovrstnih strategij rasti. Brouthers, van Hastenburg, van den Ven so zato v svoji raziskavi uspešnosti priključitev, ki so jih izvedla nizozemska podjetja, kot kriterij uporabili **stopnjo uresničitve najpomembnejših motivov** za priključitev podjetja. Ti motivi so namreč hkrati tudi tisti strateški dejavniki, s katerimi naj bi podjetje pridobilo konkurenčno prednost z izvedenim kapitalskim povezovanjem (1998, str. 347-353).

Rezultati soodvisnosti med motivi in rezultati procesov kapitalskega povezovanja nizozemskih podjetij nedvoumno kažejo, da je posamezen motiv vodil do dobrih rezultatov na različnih področjih poslovanja po izvedeni kapitalski povezavi (glej tabelo 3). Po mnenju Brouthersa, van Hastenburga in van den Vena je problem očitno v tem, da se finančni analitiki večinoma osredotočajo na eno merilo uspešnosti poslovanja, medtem ko menedžerji s prevzemi zasledujejo druga merila (1998, str. 352). Takšna razlaga pojasnjuje tudi navidezen paradoks, ki naj bi bil v popularnosti tovrstnih kapitalskih povezav podjetij na eni strani in hkratni sorazmerno visoki neuspešnosti teh strategij na drugi (Lahovnik, 2000, str. 123-124).

**Tabela 3: Korelacija med motivi in rezultati procesov kapitalskih povezav podjetij**

<i>Motiv</i>	<i>Rezultat</i>	<i>Korelacijski koeficient</i>
Povečanje tržne moči	Povečanje tržne moči	0,8068**
	Povečanje prodaje	0,5987*
Priključitev konkurenta	Priključitev konkurenta	0,8758**
	Pridobitev surovin	0,6212*
Tržne ekonomije obsega	Tržne ekonomije obsega	0,9471**
	Povečanje tržne moči	0,7744**
	Tehnične ekonomije obsega	0,7941**
	Ustvarjanje nove vrednosti za delničarje	0,7626**
	Povečanje dobička	0,8330**
Tehnične ekonomije obsega	Tehnične ekonomije obsega	0,8667**
	Povečanje tržne moči	0,5745*
	Tržne ekonomije obsega	0,5768*
	Povečanje dobička	0,6099*
Pridobitev surovin	Pridobitev surovin	0,9404**
	Priključitev konkurenta	0,6040*
Razpršitev tveganja	Razpršitev tveganja	0,6612*
	Odgovor na neuspeh na trgu	0,5923*
Znižanje stroškov	Znižanje stroškov	0,5945*
Obrambni ukrepi	Obrambni ukrepi	0,6759*
Povečanje prodaje	Povečanje prodaje	0,5989*
	Tehnične ekonomije obsega	0,6176*
Ustvarjanje nove vrednosti za delničarje	Ustvarjanje nove vrednosti za delničarje	0,7939**
	Tržne ekonomije obsega	0,6690*
	Tehnične ekonomije obsega	0,6779*
	Povečanje dobička	0,7493**
Povečanje rentabilnosti	Povečanje dobička	0,7227**
	Povečanje tržne moči	0,8122**
	Tržne ekonomije obsega	0,6968**
	Tehnične ekonomije obsega	0,7195**
	Razpršitev tveganja	0,6466*
	Povečanje prodaje	0,5970*
	Ustvarjanje nove vrednosti za delničarje	0,6108*
Povečanje menedžerskega prestiža	Povečanje menedžerskega prestiža	0,6448*

\*Korelacija je statistično značilna pri stopnji značilnosti 0,01

\*\* Korelacija je statistično značilna pri stopnji značilnosti 0,001

Vir: K.D. Brouthers, P. V. Van Hastenburg, J. Van den Ven: If most mergers Fail Why Are They so Popular? Long Range Planning, 1998. str. 351 v Lahovnik, 2000, str. 125

Motiv pa ni edino pomembno izhodišče za preučevanje. Pri uspešnosti kapitalskega povezovanja je namreč ključen tudi sam tip povezave dveh podjetij, saj ta lahko vpliva na uspešnost skupnega podjetja. Pomemben dejavnik strategije prevzema podjetja je namreč povezanost priključevalca in ciljnega podjetja glede na proizvodno-storitvene oziroma tržno-tehnološke značilnosti. Kot navaja Lahovnik (2000, str. 47), so raziskovalci, ki so proučevali uspešnost razvite strategije priključitve podjetja glede na vrsto strategije

prevzema, prišli do različnih rezultatov. Rumelt je v svoji raziskavi uspešnosti strategij največjih korporacij ugotovil, da je pomen omejene, kontrolirane diverzifikacije podcenjen (Rumelt, 1974, str. 51). Njegove ugotovitve sta s svojo raziskavo podprla tudi Singh in Montgomery (Singh, Montgomery, 1987, str. 377-386) ter Markides in Ittner (1994, str. 344). Slednja sta se osredotočila le na mednarodne prevzeme podjetij. Shelton tudi ugotavlja, da so uspešnejši horizontalni prevzemi in prevzemi, ki temeljijo na razvoju trga, kot pa nepovezane povezave (1988, str. 284).

Druga skupina avtorjev pa nasprotno v svojih raziskavah ugotavlja, da je uspešnost poslovanja bolj odvisna od značilnosti panoge, v kateri posluje podjetje, kot pa od strategije diverzifikacije (Lecraw, 1984, str. 179-198; Bettis, Hall, 1982, str. 254-264). Barney pa po drugi strani opozarja, da povezanost med prevzemnikom in ciljnim podjetjem ne zagotavlja ustvarjanja nove vrednosti prevzemniku, ker se na konkurenčnem trgu podjetij vrednost te povezanosti odraža v ceni ciljnega podjetja. Donos tako poberejo delničarji ciljnega podjetja (Barney, 1988, str. 73).

Raziskovalci, ki jih lahko uvrstimo v tretjo skupino, ugotavljajo, da so strategije priključitve, v katerih priključevalec in ciljno podjetje ne opravljata povezanih dejavnosti, uspešnejše kot priključitve, ko sta priključevalec in priključeno podjetje povezana in gre torej za omejeno diverzifikacijo (Little, 1984, str. 40; Seth, 1990, str. 102-103; Goldberg, 1983, str. 25). Pri tem sta ključna pravilna opredelitev in razumevanje strateške povezanosti prevzemnika in ciljnega podjetja (Lahovnik, 2000, str. 48).

Kot vidimo, se ugotovitve različnih avtorjev med seboj zelo razlikujejo, pravzaprav so si celo nasprotujoče. Do spet nekoliko drugačnih ugotovitev je v svoji doktorski disertaciji, v kateri je med drugim preučeval prav uspešnost konkretnih prevzemov v Sloveniji glede na vrsto prevzema, prišel Lahovnik. Njegova osnovna hipoteza o uspešnosti izvedenih prevzemov v Sloveniji je bila, da se ti razlikujejo glede na vrsto prevzema oziroma da je uspešnost prevzema odvisna od strateške povezanosti med prevzemnikom in prevzetim podjetjem. Ničelna domneva pri tem je vsebovala trditev, da je uspešnost vseh vrst prevzemov enaka. Preizkus hipoteze je bil izveden s pomočjo regresijske analize, v model pa sta bili vključeni dve nepravilni spremenljivki.

Rezultat je pokazal, da imajo horizontalni prevzemi v Sloveniji v povprečju najvišjo oceno uspešnosti (4,77), konglomeratne so na drugem mestu (4,20), medtem ko imajo vertikalni prevzemi najnižjo oceno uspešnosti (4,00). Razlike v uspešnosti horizontalnih prevzemov v primerjavi s konglomeratnimi oziroma vertikalnimi so statistično značilno različne od nič pri dovolj nizki stopnji značilnosti, da je lahko ničelno domnevo o enaki uspešnosti vseh vrst prevzemov zavrnil. Ko pa je kot kriterij uspešnosti uporabil oceno doseganja strateških ciljev prevzemov, je ugotovil, da razlike v uspešnosti posameznih vrst prevzemov niso statistično značilne od nič pri dovolj nizki stopnji značilnosti, da bi lahko zavrnil domnevo o enaki uspešnosti vseh vrst prevzemov v Sloveniji.

V povprečju je doseganje strateških ciljev pri horizontalnih prevzemih (4,677) v Sloveniji sicer večje kot pri konglomeratnih (4,5), vendar razlika ni statistično značilno različna od nič. Ocena doseganja ciljev je pri horizontalnih prevzemih večja tudi kot pri vertikalnih (4,0), vendar razlika tudi v tem primeru ni statistično značilna ob dovolj nizki stopnji značilnosti, da bi lahko zavrnili domnevo o enaki uspešnosti vseh vrst prevzemov.

Ker pa Markides in Williamson poudarjata, da so tradicionalna merila povezanosti med dvema podjetjema nepopolna, saj zanemarjajo strateški pomen in podobnost premoženja podjetij (Markides, Williamson, 1994, str. 158-160), je Lahovnik v raziskavi izmeril tudi strateško povezanost oziroma skladnost med prevzemnikom in ciljnim podjetjem. Pri tem je uporabil dejavnike, kot so glavne surovine ali polproizvodi, končni izdelki ali storitve, osnovna tehnologija, zahtevane izdelovalske spretnosti, raziskave in razvoj, kanali distribucije, odjemalci, skupni trgi in nakupne navade odjemalcev ter Likertovo skalo z razponom od 1 do 5. Osnovna hipoteza je bila, da z naraščanjem strateške povezanosti oziroma podobnosti pred prevzemom narašča tudi njegova uspešnost. Večja strateška povezanost teh podjetij bi namreč morala omogočiti večje možnosti za sinergičen razvoj strateškega premoženja in osrednjih sposobnosti podjetij.

Izvedena korelacijska analiza za prevzeme v Sloveniji je tako odkrila, da je doseganje strateških ciljev pozitivno povezano z naraščanjem strateške skladnosti z vidika vseh dejavnikov. To pomeni, da z naraščanjem strateške podobnosti med podjetjema narašča tudi uspešnost priključitve. Ocena uspešnosti je bila statistično značilno pozitivno povezana glede na strateške podobnosti podjetij z vidika vseh navedenih dejavnikov, tehnologije ( $p = 0,046$ ), izdelovalskih spretnosti ( $p = 0,048$ ), raziskav in razvoja ( $p = 0,039$ ), distribucije ( $p = 0,052$ ), trgov ( $p = 0,060$ ) in enakih nakupnih navad odjemalcev ( $p = 0,028$ ). Rezultati so tako pokazali, da obstaja neka zmerna pozitivna povezava med uspešnostjo prevzema in strateško povezanostjo podjetij pred prevzemom (Lahovnik, 2000, str. 183-185).

Podobno raziskavo, ki je temeljila na analizi 45 prevzemov v Sloveniji, je Lahovnik nekaj let kasneje naredil še enkrat (Lahovnik, 2003, str. 2-20). V njej ugotavlja, da uresničitev finančnih sinergij ne rezultira v višji rentabilnosti kapitala prevzetega podjetja in tudi ne v povečanju dodane vrednosti na zaposlenega v prevzetem podjetju. Je pa zato na podlagi te raziskave identificiral nekatere druge ključne dejavnike, ki vplivajo na uspešnost prevzemov. Prvič, prevzemnik mora imeti določene sposobnosti in poslovne prakse, da lahko poveča uspešnost poslovanja prevzetega podjetja. Drugič, poslovno sodelovanje med prevzemnikom in prevzetim podjetjem je v primeru uspešnih prevzemov največkrat vzpostavljeno že v obdobju pred prevzemno ponudbo. Tretjič, podpora menedžmenta tarče prevzema je ključna. V primerih, ko so menedžerji prevzetega podjetja predlagane spremembe organizacijske strukture in kulture percipirali kot pozitivne, se je to dojetje preneslo tudi na ostale zaposlene, kar je na koncu vplivalo na uspešnost prevzema.

Hkrati je s pomočjo raziskave prišel do zaključka, da so horizontalne povezave uspešnejše od ostalih dveh oblik, torej vertikalnih in konglomeratnih prevzemov. Čeprav so bili v

primeru horizontalnih prevzemov motivi za prevzem različni, so menedžerji prevzetih podjetij uresničitev prevzemnih motivov ocenjevali boljše kot v drugih primerih. Po drugi strani so ga rezultati pripeljali do ugotovitve, da je korelacija med glavnimi motivi (finančne sinergije, prosti denarni tokovi) na eni strani ter donosnost kapitala (return on equity – ROE) in dodano vrednostjo na zaposlenega na drugi, v primeru konglomeratnih prevzemov šibka, negativna in statistično neznačilna. Tako je prišel do zaključka, da so povezani, horizontalni prevzemi poslovno uspešnejši od nepovezanih (Lahovnik, 2003, str. 16).

### **3. PRIKAZ IN ZNAČILNOSTI PANOGE TISKANIH MEDIJEV V SLOVENIJI**

#### **3.1. ZNAČILNOSTI MEDIJSKE INDUSTRIJE S Poudarkom NA TISKANIH MEDIJIH**

Druga svetovna vojna je bila prelomnica v dogajanju na medijskih trgih, in sicer predvsem v evropskem prostoru. Padec avtoritarnih režimov je ustvaril nove okoliščine tako na političnem kot tudi ekonomskem področju. Ideja demokratizacije družbe je bila voda na mlin pospeševanju privatizacije medijev, po drugi strani pa sta razcvet televizije in pospeševanje množične produkcije ustvarila ekonomske okoliščine, ki so spodbudile rast medijskih korporacij. Poleg tega je s komercializacijo medijev in nastopom televizije kot množičnega medija prišlo do zatona tradicionalnega spolitiziranega tiska oziroma do razmaha popularnega tiska. Nove tehnologije, tv, radio, sateliti, kabelski sistemi so povzročili nadaljnja razhajanja med interesi političnih strank in medijev. Prispevali so tudi k prenašanju nadzora medijev iz države na kapitalistične podjetnike. V tej fazi se prične tudi stopnjevanje odvisnosti političnih elit od medijskih. Mediji so postali namreč glavni posrednik med oblastmi in javnostjo. Poleg tega mediji odločajo, kdo se bo v javnosti sploh pojavil in kdo bo med ljudmi tudi sprejet, saj s svojim dominantnim vplivom na občinstvo oblikujejo njihovo podobe zunanjega sveta.

Politična ideologija demokratizacije družbe pa je privatizaciji in komercializaciji dala še dodaten zagon. Politična neodvisnost medijev je nosila vlogo enega izmed zagotovil za obstoj demokracije v družbi. Kakršnakoli državna regulacija naj bi bistveno omejila njihovo kritično vlogo, zato naj bi popolno neodvisnost potemtakem zagotavljala izključno privatna lastnina. Država je namreč edini morebitni dejavnik, ki lahko ogroža medije in trg, edini mehanizem, ki zagotavlja njihovo neodvisnost (Hrvat in Milosavljević, 2001, str. 12).

Kot rečeno, je konec druge svetovne vojne pomenil začetek burnega obdobja za evropski tisk, ki ga je zaznamovalo veliko zmanjšanje časopisnih naslovov v večini



zahodnoevropskih demokracij. Ker se je celotna naklada časopisov povečevala, kritikov ni skrbelo upadanje časopisnih bralcev, ampak zmanjšanje števila posameznih lastnikov, v katerih se je kopičila vse večja medijska moč.

Osemdeseta leta so v Evropo prinesla razmah tržnega gospodarstva in zmanjševanje vloge države v gospodarstvu – deregulacija in liberalizacija trga na vseh področjih, tudi pri medijih. Prav eksplozivna komercializacija množičnih medijev in povečanje vsebin v elektronskih medijih sta pomenila nov val zaskrbljenosti. Pospešena globalizacija medijskih podjetij in tehnološke spremembe v distribuciji sta spet odprli vprašanje koncentracije moči na področju medijev. Ko se je končalo obdobje medijske privatizacije in so bili ustanovljeni številni novi radijski, televizijski in satelitski kanali, so začeli že prej dominantni medijski igralci utrjevati svoj položaj, sledile so prve večje združitve in prevzemi.

Čeprav so države pospešeno sprejemale ukrepe, s katerimi so želele omejiti koncentracijo lastništva ali spodbujati pluralizacijo medijev, trditvam medijskih podjetij, da ima koncentracija lastništva pozitivne posledice na medijski pluralizem, niso znale ali zmogle ugovarjati (Cavallin, 1998). Zato je danes evropski medijski trg zaznamovan z visoko stopnjo horizontalne, vertikalne in diagonalne koncentracije. Poleg tega sta zanj značilna naraščajoča komercializacija in ekonomizacija, v povezavi z bliskovitim tehnološkim razvojem.

Ta razvoj, predvsem globalizacija in konvergenca, pa nacionalnim državam jemlje možnost vpliva. Kljub temu ali pa morda prav zato so zakonske omejitve te vzpenjajoče medijske koncentracije, ki presega splošne gospodarske in kartelne zakone, nujno potrebne (Institut für Publizistik- und Kommunikationswissenschaft Universität: Medienkonzentration, 2003).

Kljub mladosti in predvsem majhnosti Slovenije, monopolni položaj je namreč mogoče doseči že z relativno majhnim finančnim vložkom, pa naša država na tem področju ni nikakršna izjema. In to kljub temu, da jo je zaznamoval privatizacijski proces, ki je močno vplival tudi na medije. Zato so nekateri trendi, ki so bili v zahodni Evropi na pohodu že pred desetletji, pri nas popoln razmah doživeli šele pred kratkim.

Privatizacija tiska se je začela v času upadanja števila naročnikov. Ta proces je vplival na destabilizacijo trga tiska, ki je bil tradicionalno visoko odvisen od naročnin. Poleg tega je država istočasno popolnoma deregulirala ta trg, in sicer z ukinitvijo vseh državnih subvencij tisku (z izjemo na novo ustanovljenega časopisa, ki ga je podprl takratni predsednik vlade) ter posrednim vplivom na bodoči proces privatizacije in koncentracije tiskanih medijev. Z vzponom tako imenovane dobe »komercialnega Darwinizma« so bili časopisi popolnoma prepuščeni tržni regulaciji. Ta neusmiljena komercializacija v času zakonske praznine pa je bila povezana z neobstojem medijske zakonodaje oziroma

poskusom sprejema takih zakonov, ki bi resno ogrozili obstoj neodvisnih časopisov (Hrvat in Kerševan, 1999, str. 95-97).

Glavni problemi medijske koncentracije v Sloveniji so (Hrvat in Kerševan, 1999, str. 98):

1. **Netransparentnost privatizacijskega procesa.** Podatki o tem procesu in posledicah so razpršeni na mnogo virov, ki so za javnost največkrat nedostopni, zato je precej težko definirati strukturo resničnega lastništva medijev, podatki sodnega registra pa so netočni in nepopolni. Na podlagi tega lahko sklepamo, da država ni zainteresirana za preučevanje medijskega lastništva.
2. **Mediji kot družinska podjetja.** Eden od nerešenih problemov, povezanih s privatizacijo, je definiranje »povezanih oseb«, in sicer v smislu določanja sprejemljivih oziroma nesprejemljivih družinskih vezi in odnosov ter menedžerskih in kapitalskih povezav v strukturi medijskega lastništva. Da bi se izognili omejitvam lastništva, ki jih določa zakon, je veliko slovenskih medijev organiziranih kot družinsko podjetje.
3. **Oškodovanje družbenega kapitala.** Med privatizacijo je bilo kar nekaj primerov oškodovanja družbenega kapitala. Najpogostejše oblike zmanjšanja družbenega kapitala so bile:
  - Majhne skupine zaposlenih (menedžment) so povečale svoj lastniški delež v kapitalu podjetja, največkrat s pomočjo bančnih posojil brez valorizacije ali depozita podjetja.
  - Ustanovitev »by-pass« podjetij, ki so počasi prevzela dejavnost matičnega oziroma osnovnega podjetja.
4. **Sovražni prevzemi.** V nekaterih primerih so zaposleni, namesto da bi branili svoje interese, povabili »napadalca«, ki je nato prevzel podjetje. Včasih so napadalcu celo dali garancijo za bančno posojilo, s katerim je novi lastnik nato podjetje tudi kupil.

Proces medijske privatizacije v Sloveniji je tako pokazal obstoj specifičnih spojitvev politične in ekonomske moči. Država je političen nadzor zamenjala z ekonomskim, hkrati se je izogibala neposrednemu nadzorovanju medijev, kar je vodilo do ekstremno liberalnega odnosa v medijski sferi (Hrvat in Kerševan, 1999, str. 98).

Trenutna situacija na časopisnem trgu je odsev specifičnih razmer slovenskega medijskega trga v preteklosti, zametki »drugačnosti« pa so vidni še danes. Čas tranzicije je namreč dokazal, da le redko kateri na novo ustanovljeni časopis lahko preživi na slovenskem trgu. Prvi poskus predstavitve novega »resnega« dnevnega časopisa je bila ustanovitev Slovenca (1991), dnevnika, ki je znaten del finančnih sredstev dobil s pomočjo takratnega predsednika vlade, krščanskega demokrata Lojzeta Peterleta.

Sledila mu je Republika, ki je kmalu neslavno končala s skoraj milijonom takratnih nemških mark izgube. Zadnji poskus je bil Jutranjik, ki je izhajal le 21 dni. Vsi omenjeni

projekti so bili primarno politično in ne tržno usmerjeni, kar je pospešilo njihov propad. Edini uspešen poskus lansiranja novega dnevnika sta bila prehod Financ na dnevno izhajanje leta 2001 in Slovenske novice, ki jih je leta 1991 ustanovilo Delo, največji slovenski dnevnik.

Na slovenskem trgu tako trenutno obstaja osem dnevnikov, in sicer: Delo, Slovenske novice, ki ju izdaja Delo d.d., Večer, ki je prav tako lastniško povezan z Delom d.d., Dnevnik in leto dni star Direkt, oba iz Dnevnika d.d., Primorske novice, Finance ter Ekipa.

### **3.2. ZNAČILNOSTI KONSOLIDACIJE LASTNIŠTVA TISKANIH MEDIJEV V SLOVENIJI**

Na trgu tiskanih medijev zaradi privatizacijske preteklosti še vedno prevladuje strnjena lastniška struktura. Med domačimi lastniki dnevnikov se namreč že dolgo pojavljajo predvsem štirje, in sicer Pivovarna Laško, založniško podjetje DZS in Holding Infond, največji slovenski postprivatizacijski sklad s povezanimi družbami in skladi, ter do pred kratkim tudi KD Holding. DZS je z 51 odstotki največji lastnik Dnevnika, s 25-odstotnim deležem, ki ga je kupila od KD Holdinga, mu sledi graška Styria. Največji lastnik Dela ostaja Pivovarna Laško s 24,98 odstotka delnic, Infond Holding je s skoraj 20 odstotki na drugem mestu, sledita državna sklada, dodatnih 9 odstotkov pa ima še s Pivovarno Laško lastniško povezan Infond ID. Zato se sedaj postavlja vprašanje, kdaj bo objavljena prevzemna ponudba, saj so Laščani s prijateljskimi podjetji že zdavnaj prekoračili 25-odstotni prevzemni prag. Podobno, čeprav je situacija manj očitna, velja tudi za vzhodnoslovensko obarvan Večer, ki pa ga v naši nalogi ne bomo natančneje analizirali.

Je pa na našem trgu tiskanih medijev še vedno malo tujih lastnikov, čeprav se tudi to počasi spreminja. Prvi vstop tujega lastnika na slovenski trg je pomenil nakup takrat 45 odstotnega deleža Časnika Finance, ki ga je izpeljalo švedsko družinsko podjetje Dagens Industri (kasneje se je preoblikovalo in lastnika Financ preimenovalo v Bonnier Business Press). Danes ima Bonnier v lasti vseh 100 odstotkov Financ.

Z nakupom približno 19 odstotnega deleža v Dnevniku jim je januarja 2004 sledila avstrijska Styria (sedaj imajo nekaj več kot 25 odstotkov), ki pa s tem še ni končala svojega pohoda na slovenski trg. Njihov projekt je namreč tudi tednik Žurnal, hkrati pripravljajo nove projekte. Eden od njih, ki pa je trenutno v fazi mirovanja, je skupen projekt s publicistom Markom Crnkovičem, s katerim so želeli začeti nov dnevnik z naslovom Čas. Poleg tega analizirajo še nekatere druge možnosti, med katerimi je, vsaj po govoricah sodeč, najverjetnejši izid prvega brezplačnega dnevnika po vzoru njihovega pred kratkim lansiranega avstrijskega OK oziroma hrvaškega 24 sata (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Podobne namene, torej na slovenski trg prodreti s prvim brezplačnim dnevnikom, ima tudi hrvaški medijski konglomerat Europa Press Holding (EPH), ki je v polovični lasti že omenjenega nemškega WAZ. EPH na Hrvaškem namreč že izdaja svetovno razširjeni brezplačnik Metro, ki ga želijo v kratkem razširiti še v druge države nekdanje Jugoslavije, med njimi tudi Slovenijo. Poleg tega bodo v kratkem v sodelovanju z DZS, s katerim že imajo skupno podjetje, in Dnevnikom lansirali tudi slovensko različico njihove revije Gloria, pripravljajo pa še druge nove projekte, predvsem revijalne (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

S tem pa se zanimanje tujih lastnikov za naše dnevne tiskane medije (tudi na revijalnem področju je namreč kar nekaj tujih vlagateljev) še ni končalo. Nemški WAZ, ki je v regiji postala tako rekoč vodilni igralec, je namreč podpisala predpogodbo o povezovanju z DZS. V ta namen je DZS že ustanovil novo podjetje DZS Mediji (podjetje je zaenkrat še v 100-odstotni lasti DZS). Nanj bo po zaključenih pogajanjih, ki so konec leta 2006 še vedno v teku, prenesel svoj 51-odstotni delež v Dnevniku, WAZ pa bo po nato kupil 50 odstotkov delnic podjetja DZS Mediji in tako postal 25,5-odstotni lastnik Dnevnika.

Ministrstvo za kulturo je DZS prenos že odobrilo, transakcijo je odobrila tudi urad za varstvo konkurence, vendar pa do realizacije še ni prišlo (zato so se že pojavile govorice, da posel med DZS in WAZ sploh nikoli ne bo sklenjen). Na DZS in časopisni hiši Dnevnik, ki si bosta na ta način zagotovila dodaten branik pred političnimi pritiski, DZS pa si bo z WAZ-ovo pomočjo omogočil tudi regionalizacijo, zatrjujejo, da vstop novega lastnika na vodstvo, strukturo in politiko podjetja ter tudi način samega pisanja ne bo imel nobenega vpliva. Pravzaprav ta korak vseskozi opisujejo le kot pridobitev, in sicer tako na finančnem kot tudi razvojno-širitvenem področju.

Sicer pa se je WAZ, tako kot tudi Daily Mail in še nekateri, bolj kot za Dnevnik pred nekaj leti zanimal za Delo, ki pa za tujce ostaja neosvojljiv. Trenutna vladna garnitura s predsednikom vlade Janezom Janšo na čelu in uprava Dela pod vodstvom nekdanjega vodilnega Magovca Danila Slivnika so namreč prepričani, kar so večkrat tudi javno poudarili, da mora Delo ostati v slovenskih rokah. Po njihovih besedah največji dnevno-informativni dnevnik v državi ne more preiti v tujo last, saj bi to škodovalo predvsem vsebini časopisa. Kako in zakaj niso pojasnili (Matejčič, 2005, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

### **3.3. PRIKAZ LASTNIŠKIH SPREMEMB DELA, DNEVNIKA IN FINANC OD LETA 2000 DO DANES**

V nadaljevanju bomo prikazali kako se je spreminjala lastniška struktura preučevanih medijskih hiš, torej Dela, d.d., Dnevnika, d.d. in Časnika Finance, d.o.o. Podatke smo pridobili iz člankov iz arhiva poslovnega spletnega portala GVIN, ki je v lasti podjetja Bisnode (v nadaljevanju GVIN), in delniških knjig navedenih podjetij.

### 3.3.1. Delo

Začetki družbe Delo segajo v leto 1955, ko je bilo v sodni register vpisano Časopisno založniško podjetje Slovenski poročevalec, ki je nastalo z združitvijo podjetij Slovenski poročevalec, Tiskarna Slovenskega poročevalca in Tovariš. Predmet poslovanja takratnega podjetja je bilo izdajanje časopisov, založništvo in tiskarstvo. Prvega maja leta 1959 je izšel prvi izvod časopisa Delo. Časnik Delo je nastal kot rezultat združitve časnikov Slovenski poročevalec in Ljudska pravica. Sprva je Delo izhajalo v dveh izdajah s prilogama Najdihojca in program RTV. Leta 1967 je začelo Delo izhajati že v šestih pokrajinskih izdajah, istega leta pa je prvič izšla Sobotna priloga. Leta 1980 je Delo doseglo naklado več kot 100.000 izvodov in bilo za Politiko drugi najbolj prodajan časopis na območju nekdanje države.

Podjetje Delo se je moralo prilagajati hitri rasti in tako se je leta 1962 tiskarna ČGP Delo združila s Triglavsko in Blaznikovo tiskarno. Leta 1963 je bil položen temeljni kamen za takratni Dom tiska, medtem ko je bila stolpnica na Dunajski 5 dograjena leta 1982.

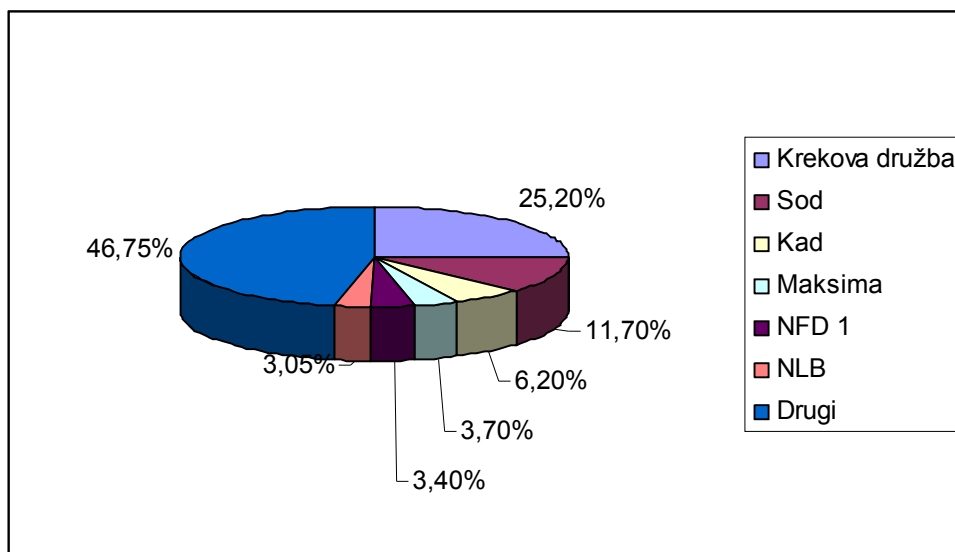
Eden pomembnejših mejnikov sedanjega podjetja Delo, d. d., je bilo leto 1991, ko se je dotedanji TOZD Delo preoblikoval v Delo, časopisno-založniško podjetje, d.o.o. Delo, ki se mu je pridružila oglaševalska agencija Stik, je tako postalo samostojno podjetje s približno 300 zaposlenimi in v kratkem času vzpostavilo vse potrebne poslovne funkcije: računovodstvo, finance, pravno službo, kadrovsko službo, naročniško službo ter široko raznašalsko mrežo.

Leta 1991 je začel izhajati prvi slovenski tabloidni časopis Slovenske novice, ki je kmalu postal in še vedno ostaja najbolj bran slovenski dnevni časopis. To je bil tudi čas uspešnega uveljavljanja novih projektov, tednika Nedelo in mesečnika Slovenski delničar. Dokončno si je Delo utrdilo položaj s postopno privatizacijo, leta 1999 pa smo proslavili vstop Delovih delnic na borzni trg.

Štiri leta kasneje, natančneje leta 2003, je Delo dobilo še sodobno tiskarsko središče, kar jim omogoča barvni tisk lastnih časopisov in prilog ter tiskanje edicij drugih naročnikov. Delo je tako postalo močna časopisno-založniška družba, ki si s stalnim širjenjem spektra svojih edicij (Delo, Slovenske novice, Več, ki je v ukinjanju, Mag, redne tedenske priloge kot so Ona, Polet ali Vikend in najnovejša Delo FT ter samostojne edicije tipa Marketing Magazin...) in nenehnim vpeljevanjem drugih novosti utrjuje položaj na slovenskem časopisnem trgu. V letu 2005 so vpeljali še lastno distribucijo in tako zaokrožili celotni proces nastajanja časopisa, od uredništva do dostave bralcem (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)).

Kot je razvidno iz naslednjih slik, je Delo iz pretežno državne (glej sliko od 1) prešlo v večinsko zasebno last, čeprav je njegova lastniška struktura še vedno precej razpršena.

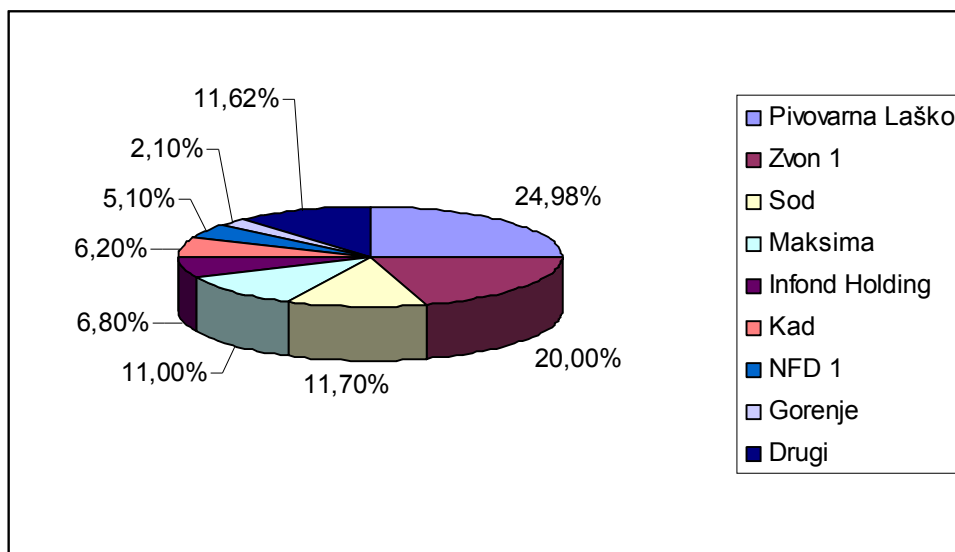
**Slika 1: Lastniška struktura Dela leta 2000**



Vir: Delniška knjiga Dela

Kljub temu pa Pivovarna Laško, ki je blizu trenutni vladni eliti, Delo tako rekoč obvladuje. Skupaj s povezanim holdingom Infondom ima prek 45,6 odstotka delnic (zato so se že ob nakupu leta 2003 pojavili očitki Laščanom, zakaj niso objavili prevzemne ponudbe, ki je obvezna nad 25-odstotnim lastniškim deležem, po vstopu Infond Holdinga novembra 2006 pa so znova postali aktualni), še s Kadom in Sodom pa celo večino, natančneje 63 odstotkov Dela (glej sliko 2).

**Slika 2: Lastniška struktura Dela leta 2003**



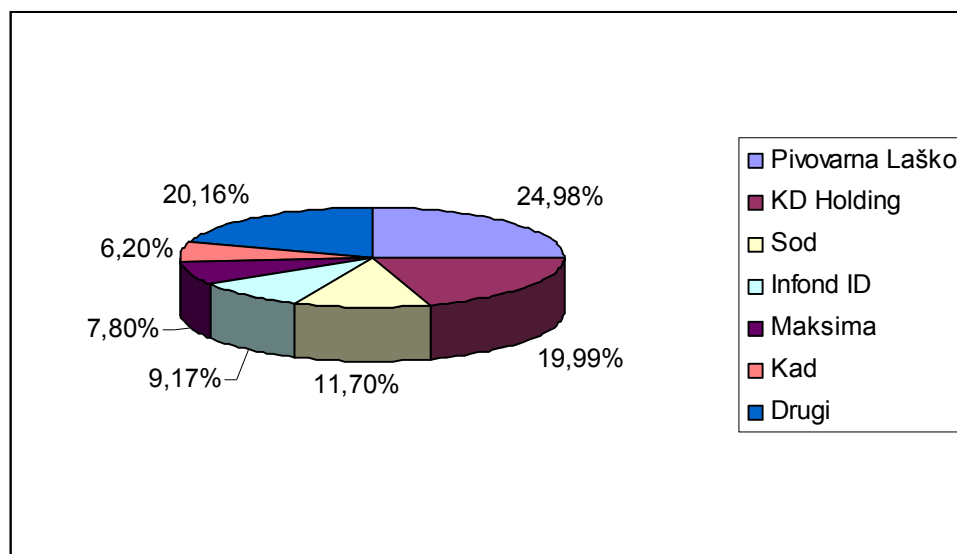
Vir: Delniška knjiga Dela

Še vedno blizu trenutni politiki, čeprav ne tako kot leta 2004, je tudi do oktobra 2006 drugi največji Delov lastnik KD Holding, ki je 19,99 odstotka Dela kupil konec leta 2005 (glej

sliko 3). Pravzaprav ga je zamenjal, in sicer z Infond Holdingom za 4,16 odstotka delnic največjega slovenskega trgovca Mercatorja, ki so bile skupaj vredne 5,06 milijarde tolarjev (Matejčič, Sovdat, 2005, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Mnogi so bili takrat prepričani, da je KD Delove delnice preplačal in da mora biti v ozadju kakšen drug dogovor (omenjali so predvsem hiter izstop iz Mercatorja in dovoljenje za osnovanje drugega finančnega stebra). Matjaž Gantar, prvi mož skupine KD, pa je kot zanikanje tega po nakupu pojasnil, da gre za strateško naložbo in da želijo pridobiti vsaj še 5 odstotkov delnic Dela, torej do brez prevzemne ponudbe dovoljenih 24,99 odstotka. Po njegovih besedah so v Delu namreč velike skrite rezerve, ki jih obstoječi lastniki ne znajo izkoristiti. Še več, napovedal je celo trikratno povečanje dobička Dela (Matejčič, 2005, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Za dovoljenje je zato takoj zaprosil Ministrstvo za kulturo, to mora namreč odobriti vsak prevzem delež medija nad 20 odstotki, ki mu je povečanje deleža začetek leta 2006 tudi odobrilo. Vendar pa kasneje do dogovora z drugimi lastniki, ki bi KD lahko prodali vsaj še teh 5 odstotkov, namigovalo pa se je celo na izstop Laščanov, ni prišlo. KD je zato celo umaknil predlog za imenovanje dveh svojih predstavnikov v nadzorni svet, tako da so bili več kot pol leta brez svojega zastopnika. To pa se je spremenilo na skupščini konec avgusta 2006, ko so vendarle dobili svojega nadzornika.

**Slika 3: Lastniška struktura Dela leta 2005**



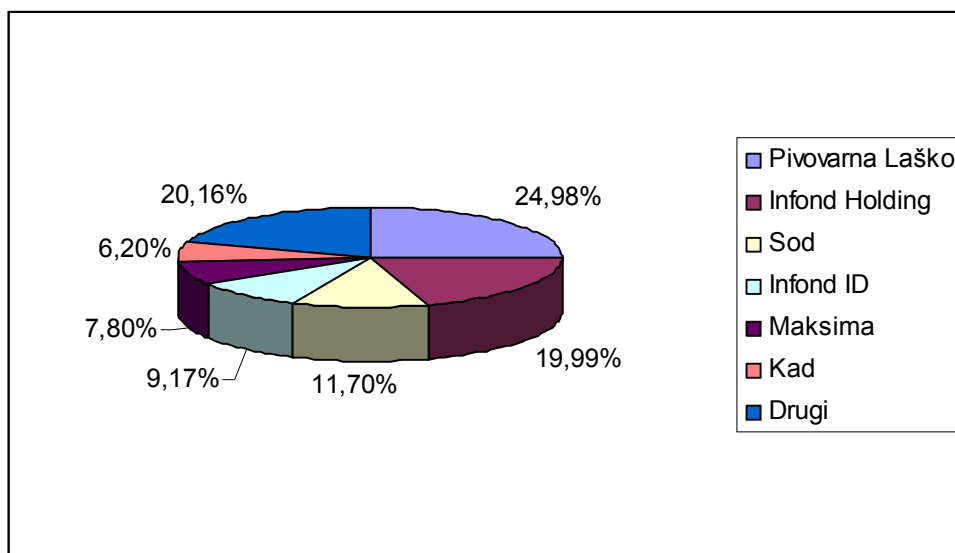
Vir: Delniška knjiga Dela

Vseeno pa so se vse od neuspelega poskusa povečanja deleža med poznavalci širile govorice, da KD pod takšnimi pogoji ne bo ostal v Delu. Te so postale še glasnejše konec septembra, vendar je Matjaž Gantar, prvi mož KD, možnost prodaje delnic največje medijske hiše še naprej odločno zanikal (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). A ne prav dolgo, saj je 27. oktobra postalo jasno, da se je KD Delu dokončno odpovedal. Z veliko izgubo, ta je znašala kar 842 milijonov tolarjev (delnice so namreč kupili po 37.910 tolarjev, prodali pa po 31.600, kar je bilo še vedno precej nad takratno tržno ceno), je svoj delež prodal Abanki in Probanki (Matejčič, Sovdat, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)), kar naj bi

mu po namigih sodeč odprlo vrata v lastniško strukturo Abanke. Slednji sta takoj priznali, da nista končna kupca, saj gre za termnsko pogodbo, vendar se še nekaj tednov ni vedelo, za kom pravzaprav stojita.

Situacija se je skristalizirala sredi novembra 2006, ko je Infond Holding (glej sliko 4) objavil, da je on kupec, vendar pa bo zaradi termnske pogodbe lastnik zares postal šele januarja 2007. Ker je imel Infond Holding že pred tem 0,68 odstotka Dela, je nova transakcija pomenila, da skupaj s Pivovarji obvladujejo 45,66 odstotka medijske hiše (in to brez deležev prijateljskih podjetij). Ker je Infond Holding hkrati tudi največji lastnik Laškega, so poznavalci takoj opozorili, da mora en ali drugi objaviti prevzemno ponudbo, saj gre po zakonu o prevzemih za povezane osebe (Matejčič, Sovdat, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Zaenkrat (konec decembra 2006) take objave še nismo dočakali.

Slika 4: Lastniška struktura Dela konec leta 2006



Vir: Delniška knjiga Dela

Da pa je stvar še bolj zanimiva, pri tej analizi ne smemo pozabiti še na lastniško strukturo pravkar navedenih lastnikov Dela. Pri podrobnem pregledu namreč ugotovimo, da imajo v Pivovarni Laško skoraj 30-odstotni delež Kad, Sod ter Infond Holding in Infond ID. Drugi deleži so v rokah investicijskih družb, ki so jih ustanovile banke in zavarovalnice, v katerih imata Kad in Sod še vedno pomembne deleže in katerih lastnica je, posredno ali neposredno, še vedno država. Pomembni lastnici obeh Infonodov sta družba Radenska, ki je v večinski lasti Pivovarne Laško, in matična družba, banka Nova KBM, ki je tudi v večinski lasti države ter zavarovalnice Triglav, ta pa je spet v 85-odstotni lasti Kada oziroma Soda. In tako je krog zaključen.



### 3.3.2. Dnevnik

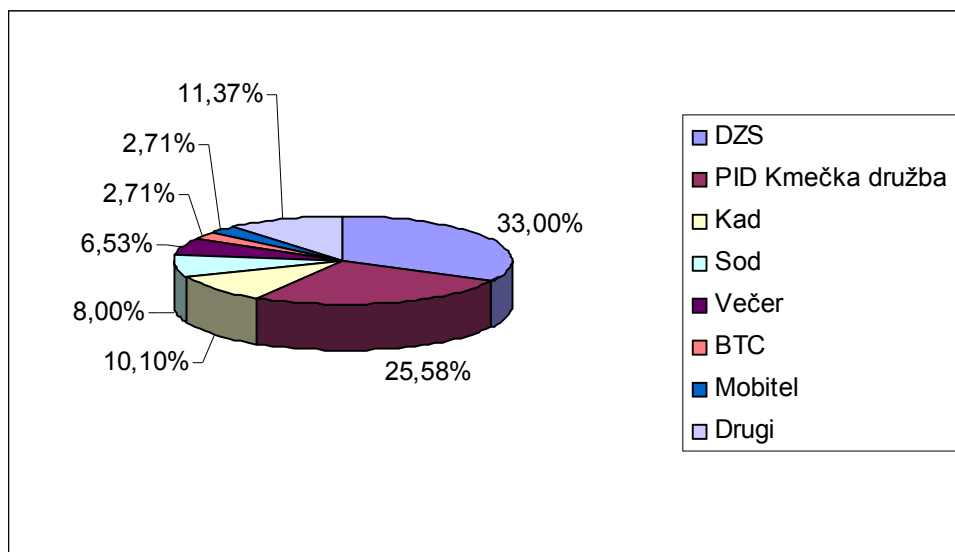
Dnevnik, d.d., od leta 1961 domuje v Ravnikarjevi hiši pri Zmajskem mostu in glavni tržnici, prva številka takrat še Ljubljanskega dnevnika pa je izšla 2. junija 1951. Ustanovitelj Ljubljanskega dnevnika, predhodnika današnjega časnika Dnevnik, je bila Osvobodilna fronta Slovenije. »Naj bo kakšna stvar še tako huda in trpka, naj bodo slabosti in napake še takšne, nikdar ne smemo mimo resnice. Kajti resnica je naše najmočnejše orožje,« je v uvodniku prve številke Ljubljanskega dnevnika zapisal njegov odgovorni urednik Ivan Šinkovec. Prva številka je štela šest strani, za njen izvod pa je bilo treba odšteti pet jugoslovanskih dinarjev. Januarja 1961 je bil uveden nov, zmanjšan format Ljubljanskega dnevnika, leto za tem pa je izšla prva številka Nedeljskega dnevnika, časnika, ki ga danes prebira več kot pol milijona Slovencev. Prvi glavni in odgovorni urednik daleč najbolj priljubljenega časopisa v Sloveniji je bil Miloš Mikeln.

S tem pa mejnikov v Dnevnikovi zgodovini nikakor še ni bilo konec, saj se je Ljubljanski dnevnik aprila 1968 preimenoval v Dnevnik, ki je dve leti kasneje objavil tudi prvo barvno fotografijo, januarja leta 1990 pa v Neodvisni dnevnik. To ime so uporabljali le kratek čas, in sicer do 21. decembra 1991, ko so se znova odločili za ime Dnevnik, tokrat z zeleno piko. Barvno so ga prvič natisnili decembra 1995, januarja 1998 pa njegova vsebina, in tudi vsebine drugih edicij, začne izhajati še na medmrežju.

Sicer pa je časopisna hiša Dnevnik v vseh teh letih kar nekajkrat okrepila svojo ponudbo. Konec leta 1997 se je Dnevniku in Nedeljskemu dnevniku pridružila revija Hopla, lani pa še tabloid Direkt. Poleg tega so leta 2004 kupili založniško podjetje Razvedrilo in še okrepili svoj položaj v prostoru slovenskih tiskanih medijev, leta 2005 pa postali tudi edini lastnik družbe Gazela R.E.

Kar se tiče lastniške strukture Dnevnika je tudi v njej od leta 2000 do danes prišlo do kar nekaj sprememb. DZS, ki je lastnik Dnevnika postal prav leta 2000 (glej sliko 5), je namreč vseskozi povečeval svoj delež in se na koncu utrdil pri večinskih 51 odstotkih. Največji delež Dnevnika je DZS v prvi fazi leta 2000 odkupil od Infonda Zlata, ki je prej odkupil okoli 12,5-odstotni delež v Delu Prodaji, tako da je Infond prodal DZS skupaj okoli 15 odstotkov Dnevnika. Ker je nakup Dnevnikovih delnic opravljen z menjavo delnic DZS, je s tem Infond postal več kot 11-odstotni lastnik DZS, se pravi njegov drugi največji takratni lastnik.

Slika 5: Lastniška struktura Dnevnika leta 2000



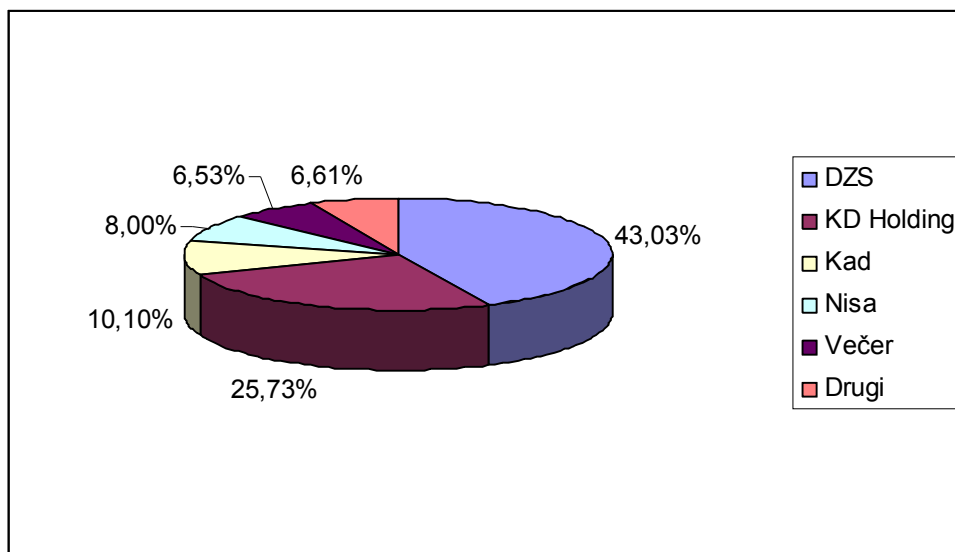
Vir: Delniška knjiga Dnevnika

Svoje deleže v Dnevniku so za delnice DZS leta 2000 zamenjali še Mobitel (okoli 3 odstotke), Luka Koper (2,8 odstotka), Poteza (okoli 1,5 odstotka), BTC (okoli 1,3 odstotka), SKB banka (okoli odstotek) in nekaj manjših pravnih oseb. DZS je imel namreč pred temi nakupi v Dnevniku le 3,2-odstotni delež. Primerjava med številom zamenjanih delnic DZS za Dnevnikove kaže, da je DZS za delnico Dnevnika leta 2000 plačal od devet do deset tisoč tolarjev v lastnih delnicah. Tudi sicer so bile Dnevnikove delnice takrat na sivem trgu vredne okoli devet tisoč tolarjev (Cajniko Javornik, 2000, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Bojan Petan, predsednik uprave DZS, se je že leta 2000 spogledoval z idejo združevanja delniških družb DZS in Dnevnika, do katere je kasneje res tudi prišlo. Ta korak je napovedoval na podlagi analiz, ki so pokazale prednosti na obeh straneh ter sinergijo pri logistiki in prodaji, saj ima DZS po vsej Sloveniji veliko prodajnih mest. Petan je takrat upal, da bodo prevladali delniški interesi in ob tem dodal, da bo Dnevnik po njegovem mnenju vseeno lahko ohranil popolno profesionalno neodvisnost. To se je leta 2004 tudi zgodilo, saj sta družbi od takrat vseskozi tesno povezani in sodelujeta na vseh področjih. Kljub temu Petan pravi, da o še tesnejšem povezovanju, na primer pripojitvi Dnevnika, tudi v primeru nakupa dodatnih delnic ne razmišljajo, saj bi jim ta korak prinesel več težav kot prednosti.

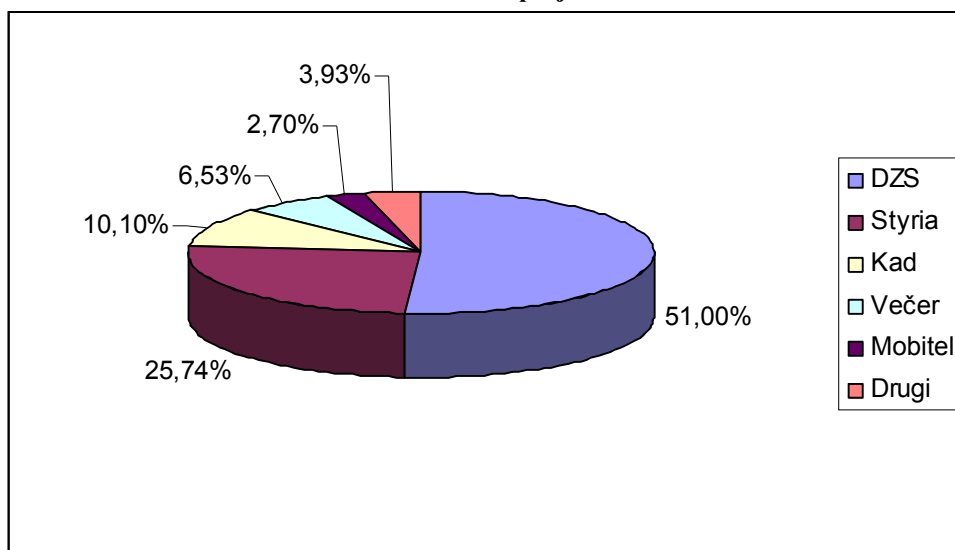
Lastnika je zamenjal tudi četrtinski delež Dnevnika, ki je bil najprej v rokah Kmečke družbe, ki se je kasneje preimenovala v KD, tako da je ta delež prešel na KD Holding (glej sliko 6) ter na koncu na Styrio (glej sliko 7). Slednja ga je bila sicer pripravljena povečati, vendar DZS največji delež trdno drži v svojih rokah, na prodajo Kada ali Soda tujcem pa tudi ne morejo računati.

Slika 6: Lastniška struktura Dnevnika leta 2003



Vir: Delniška knjiga Dnevnika

Slika 7: Lastniška struktura Dnevnika od leta 2004 naprej



Vir: Delniška knjiga Dnevnika

Sicer pa sta bila leta 2000 med lastniki Dnevnika tudi oba državna sklada, vendar pa je Sod kasneje izstopil, medtem ko Kad ostaja trdno zasidran med delničarji. Vendar pa se bo moralo najkasneje v nekaj letih spremeniti tudi to, in sicer v skladu s strategijo države o izstopu iz gospodarstva. Sicer pa sta poleg Kada med večletnimi lastniki še državni Mobitel in Večer, s katerim je Dnevnik od konca leta 2000 tudi medsebojno lastniško povezan. DZS se je v tistem obdobju pravzaprav zanimal tudi za Večer, vendar so na koncu ocenili, da so te delnice predrage ([www.dnevnik.si](http://www.dnevnik.si)).

### 3.3.3. Finance

Precej krajšo zgodovino ima trenutno še vedno edini slovenski poslovni dnevnik. Finance so namreč prvič izšle leta 1992, in sicer kot ozko usmerjen finančni časnik, ki je izhajal dvakrat na teden, dan po sestankih na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Leta 1995 se je začela postopna preobrazba uredniške zasnove, ki je po novem bolj poudarjala poslovno vest ter v izhodišče postavljala poslovne odločitve in ljudi, ki so za njimi stali. Čeprav je takratnim Financam, ki so izhajale v črno-beli tehniki in brez fotografij, primanjkovala marsikatera razsežnost, so postopoma pridobivale bralstvo in so bile ob prehodu na izhajanje trikrat tedensko za številčno sicer majhno finančno in borzno javnost tako rekoč kulturni časopis.

Sodelovanje med do leta 2005 najpomembnejšima lastnikoma Financ, švedsko skupino Bonnier in Gospodarskim vestnikom, izhaja iz dolgoletnega sodelovanja vodilnega slovenskega poslovnega založnika v združenju evropskih poslovnih založnikov (European Business Press, EBP). Delovanje EBP je usmerjeno predvsem v izmenjavo znanj in izkušenj med evropskimi poslovnimi založniki; hkrati združuje tako rekoč vse pomembnejše poslovne edicije stare celine. Prav prek spoznavanja dosežkov njegove divizije poslovnega tiska, ki nosi ime po švedskem poslovnem dnevniku – Dagens Industri (DI) – je postajalo jasno, da so prav Skandinavci lahko najprimernejši partnerji za nadaljnji razvoj Financ. Poslovni model DI se je namreč izkazal tudi v vseh drugih državah, kjer je ta založnik prisoten, na primer na Danskem (Börsen) ali v Estoniji (Äripäev).

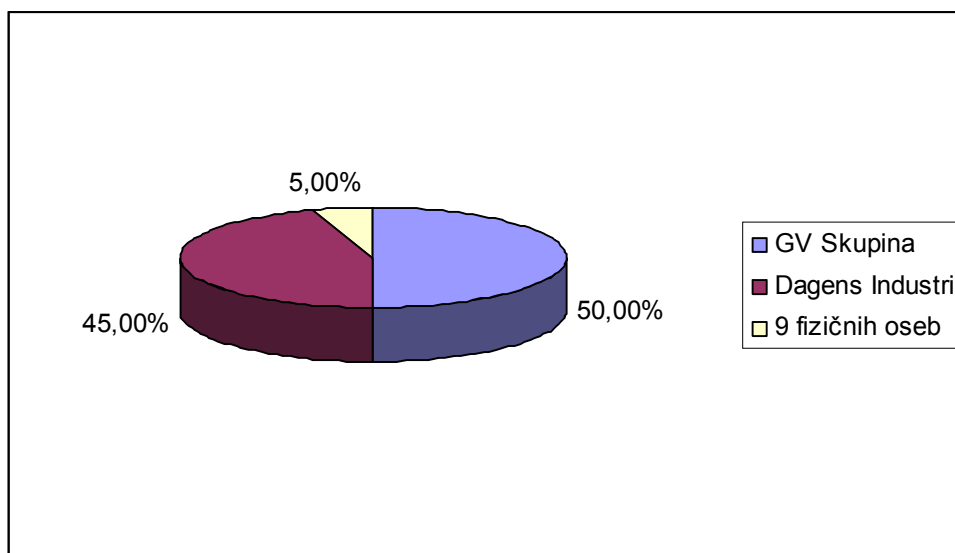
Gospodarski vestnik je zato skupaj z devetimi sodelavci leta 1999 ustanovil Časnik Finance, d. o. o., ki se mu je kot partner pridružil še DI s 45-odstotno udeležbo v kapitalu. Marca tega leta so Finance začele izhajati v barvah in s fotografijami ter začele obdobje repozicioniranja v celovit poslovni časnik. Odziv trga je bil nad pričakovanji, saj je prodana naklada zrasla za prek 40 odstotkov, oglasni prihodki pa so se več kot potrojili (Giacomelli, 2003).

Februarja 2001 so se Finance naposled »prelevile« v dnevnik, kar ostajajo še danes. V tem času pa se je njihovo delovanje močno razširilo, saj poleg poslovnega dnevnika izdajajo tudi poslovne revije, v okviru svoje poslovne akademije pa skrbijo tudi za izobraževanje strokovne javnosti.

Manj razburljivih zadnjih šest let, kar velja samo za lastniške spremembe, saj so se lastniki le redko spreminjali, pa so imele Finance. Finance je leta 1992 ustanovila družba Gospodarski vestnik (kasneje se je preoblikoval v GV Skupino), ki je konec leta 1999 45-odstotni delež prodala švedskemu podjetju Dagens Industri, danes Bonnier Business Press. S skupnimi močmi so leta 2001 dosegli prehod Financ na dnevno izhajanje, kar je bilo načrtovano že vse od vstopa Švedov.

Sicer pa je stanje Financ, in tudi njihov razvoj, tesno povezano s spremembami pri njihovih lastnikih, predvsem GV Skupini. Skupina sedmih menedžerjev GV Skupine se je sredi leta 2001 s pidom Infond Zlat namreč dogovorila o odkupu njegovega 50,002-odstotnega deleža v GV Skupini (glej sliko 8). Za delež je Nevis, ki so ga ustanovili menedžerji s predsednikom uprave GV Skupine Slobodanom Sabinčičem na čelu, odštel nekaj več kot pol milijarde tolarjev, za kar je najel dolgoročna posojila.

**Slika 8: Lastniška struktura Financ leta 2000**

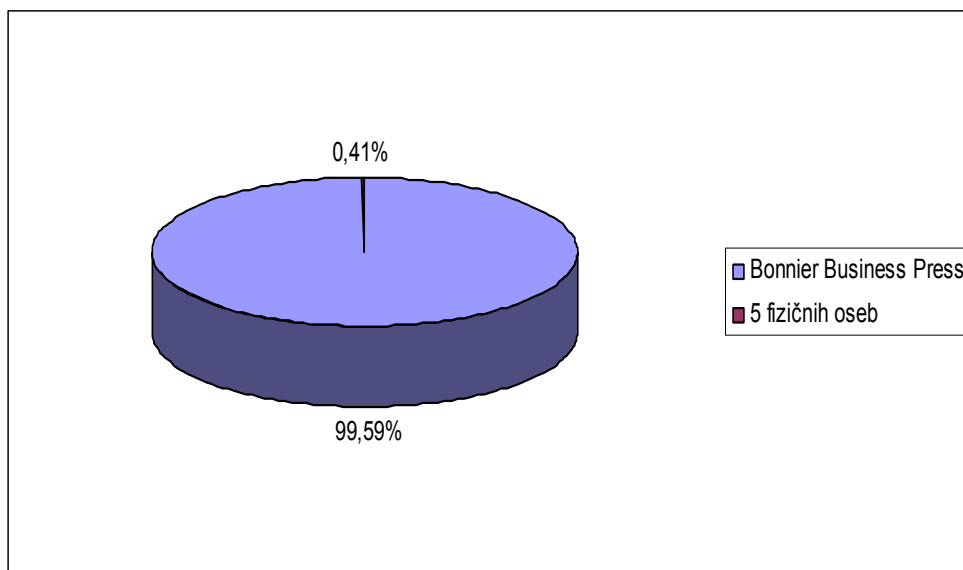


Vir: Delniška knjiga Financ

Menedžerski odkup je bil odgovor na namero DZS, da prevzame GV Revije, saj se razvojne usmeritve vodstva in te družbe niso ujemale. Družba je nekaj let po odkupu poslovala negativno, nato pa je predlani spet pridelala čisti dobiček. V začetku leta 2005 je Nevisov delež v GV Skupini odkupila švedska založniška skupina Bonnier in tako sklenila menedžerski odkup. Ta je po mnenju poznavalcev edini klasični primer menedžerskega odkupa, saj se je ta, tako kot se to dogaja na zahodu, končal z odprodajo deleža strateškemu partnerju (glej sliko 9).

Tedaj so tudi reorganizirali in racionalizirali poslovanje skupine; dejavnosti posredovanja informacij pravni javnosti so povezali pod okriljem družbe GV Založba, dejavnosti posredovanja informacij poslovni javnosti pa so prešle pod okrilje družbe Časnik Finance, katere večinski lastnik so prav tako Švedci. Tednik Gospodarski vestnik je prenehal izhajati, nekatere njihove priloge in revije, na primer Manager, Trgovina ter Eko pa so prešle na Finance (Petrič, Humar Dekleva, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). V tem sklopu je bila na začetku tudi revija Tajnica, ki pa so jo kasneje prodali.

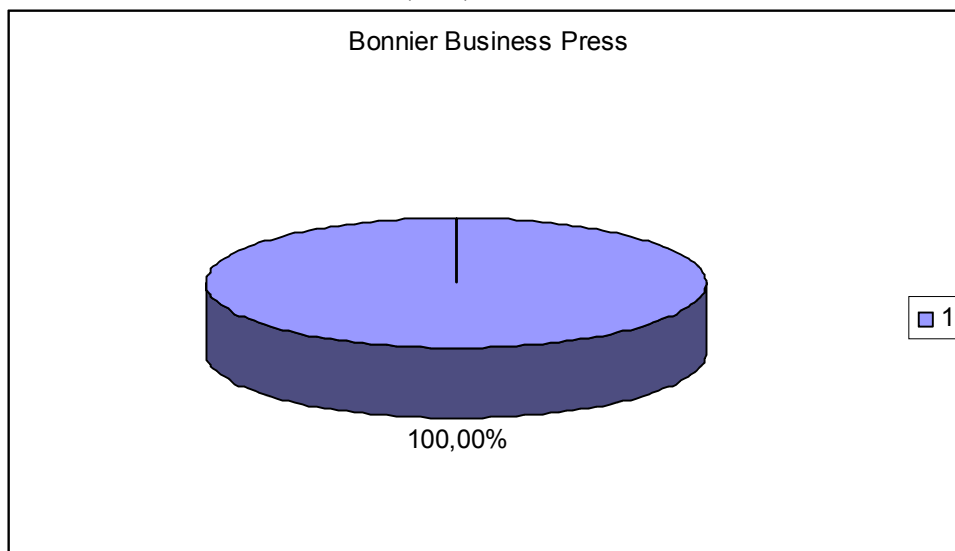
**Slika 9: Lastniška struktura Financ leta 2005**



Vir: Delniška knjiga Financ

Letos je Švedom svoje delnice prodala še zadnja fizična oseba, s čimer so postali 100 odstotni lastniki tega edinega slovenskega poslovnega dnevnika (glej sliko 10).

**Slika 10: Lastniška struktura Financ danes (2006)**



Vir: Delniška knjiga Financ

Hkrati je aprila 2006 prišlo tudi do menjave v vodstvu. Direktorja Jurija Giacomellija je nadzorni svet družbe sporazumno razrešil in na njegovo mesto imenoval Petra Frankla, do takrat odgovornega urednika Financ. Giacomelli je bil direktor Časnika Finance sedem let, Frankl pa je pri Financah vse od začetka izhajanja leta 1992. Konec leta 1994 je postal odgovorni urednik, kar ostaja še naprej, saj sta funkciji direktorja Časnika Finance in odgovornega urednika od takrat združeni.

### **3.4. PRIČAKOVANE SPREMEMBE LASTNIŠKE STRUKTURE IN RAZVOJ PANOGE**

Okvirno smo napovedane lastniške spremembe v panogi tiskanih medijev že omenili. Do njih, vsaj bistvenejših, bo verjetno najhitreje prišlo na Dnevniku. DZS bo namreč očitno letos ali v začetku leta 2007 svoj 51-odstotni delež prenesel na novo podjetje DZS Mediji, v katerega bo nato vstopil še WAZ in postal njegov polovični lastnik. Vseeno pa bo imel DZS 50 odstotkov in en glas, pripadlo pa jim bo tudi mesto predsednika uprave, medtem ko bo WAZ imenoval člana uprave. Posel oziroma prenos sta že dovolila Ministrstvo za kulturo in Urad za varstvo konkurence.

Za omenjeni delež naj bi WAZ plačal najmanj 15 milijonov evrov (Matejčič, Urbas, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)), torej (upoštevajoč oceno, da bi Dnevnik po uvrstitvi na borzo kotiral pri tečaju 24 tisoč tolarjev) premija za vstop v Dnevnik znaša 76,64 odstotka (Rajbar, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Vendar pa so se konec leta 2006, ko dokončnega podpisa pogodbe med DZS in WAZ kar ni in ni bilo, pojavili namigi, da je DZS ceno za četrtno delnic Dnevnika dvignil na vsaj 20 milijonov evrov, če ne celo več (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Drugih večjih sprememb vsaj v kratkem ni pričakovati. V Styrii je namreč že večkrat pojasnili, da kljub vstopu novega lastnika, ki je njihov velik konkurent, 25-odstotnega deleža ne nameravajo prodati, saj je Dnevnik za njih portfeljska naložba (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Seveda se stvari precej hitro spremenijo, še posebej, če bi Styria dosegla dogovor za vstop v kakšen drug dnevnik, na primer Delo ali Večer, in bi zato prodala delnice Dnevnika. Druga možnost je, da Styria na našem trgu začne z enim ali celo več povsem novimi projekti. Za tovrstne naložbe seveda rabi finančna sredstva in eden od možnih virov je tudi denar od prodaje deleža v Dnevniku, ki bi ga DZS z veseljem kupil.

V nekaj letih bo moral iz Dnevnika izstopiti tudi Kad, in sicer v skladu s politiko oblasti o izstopu države iz gospodarstva. Interesentov za njegov delež bo verjetno kar nekaj, med njimi predvsem DZS, ki pa že sedaj povsem obvladuje to družbo.

V lastniški strukturi Dela, d.d., so se glavne spremembe zgodile že leta 2003, ko se je med lastnike vpisala Pivovarna Laško. Ta od takrat četrtnski delež trdno drži v svojih rokah in zaenkrat nič ne kaže, da bi ga letos ali prihodnje leto prodali. Nasprotno, z Infond Holdingovim nakupom KD-jevega deleža so svoj položaj še dodatno okrepili. Kot smo že omenili, se je KD leta 2005 in v začetku leta 2006 resno zanimal za njihove delnice ali vsaj del njih (dodatno upanje jim je vlival tudi vstop Laščanov med lastnike Mercatorja), vendar zaradi različnih iger v ozadju do prodaje ni prišlo. Zato je skorajda neverjetno, da bi te delnice v bližnji prihodnosti prodali komu drugemu.

Domnevamo lahko, da četudi bi se Laščani v naslednjih dveh letih vendarle odločili za prodajo, bi svoj delež najverjetneje prodali družbi, ki je blizu trenutni vladni opciji. KD sicer izpolnjuje ta pogoj, vendar Gantarjem in Laščani že nekaj časa poslovno ne sodelujejo najbolje. To lahko sklepamo tudi iz Gantarjeve kritike Pivovarjev kot neučinkovitih lastnikov Dela (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Poleg tega se bo Gantar po tem, ko je z vstopom in izstopom v Delo v enem letu izgubil več kot 840 milijonov tolarjev, verjetno raje osredotočil na druge nasložbe. Hkrati ga, tako pravijo poznavalci, v tem trenutku bolj kot mediji zanimajo banke in zavarovalnice. Ena od možnosti je tako na primer holding Istrabenz, ki se je tudi že pojavljal kot možen kupec, ali pa kakšna od družb, predvsem finančnih, ki so blizu Laščanom. Vsekakor pa, vsaj dokler ne pride do menjave vlade, ni realnih možnosti, da bi ta delež prodali tujcem, čeprav se jih je za Delo v zadnjem desetletju zanimalo že kar nekaj.

Podobno kot pri Dnevniku v lastniški strukturi Dela že vse od privatizacije ostajata celo oba državna sklada, ki imata skupaj skoraj 18 odstotkov delnic. Tudi pri tej prodaji se bo lastnika iskalo med takratno politiko priljubljenimi podjetji. Po izračunu Financ bi država leta 2006 za ta svoj delež, upoštevajoč še delnice Mobitela, ki je posredno prav tako v državni lasti, lahko iztržila kar 3,4 milijarde tolarjev (Rajbar, Sovdat, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Pri Časniku Finance je, vsaj kot kaže, zadeva za nekaj časa končana. Švedi so letos namreč končno postali edini lastnik poslovnega dnevnika, zato ni pričakovati, da bi v kratkem načrtovali kakršne koli spremembe. Razen seveda, če poslovanje Financ ne bi bilo tako kot pričakujejo oni. Pozitivna stran njihovega lastništva je, da niso povezani s slovensko politiko, z nobeno od opcij, zato na vsebino samega časopisa oziroma člankov ne poskušajo vplivati (kar se s posrednimi in neposrednimi pritiski dogaja na drugih dnevnikih). Vendar pa so zato toliko bolj zahtevni pri samih poslovnih rezultatih. Če kateri od njihovih časopisov ne posluje v skladu z načrti, ga namreč ukinejo ali prodajo. To se je leta 2001 po le letu izhajanja zgodilo sestrskemu dnevniku Financ na Škotskem, spomladi 2005 pa so avstrijski Wirtschaftsblatt prodali Styrii.

Poleg tega lahko na slovenskem trgu, kljub precejšnji zasičenosti, pričakujemo tudi še kakšnega novega igralca ali pa nov izdelek katerega od obstoječih akterjev. Hrvaškonomški EPH je že napovedal preboj na slovenski trg, in sicer najprej z brezplačnikom Metro, nato pa morda tudi slovensko različico Financial Timesa (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Slednjega bo namreč v kratkem začel izdajati na Hrvaškem, ne izključujejo pa niti preboja na slovenski trg. O novih projektih, ki pa jih še niso v celoti razkrili, razmišlja tudi Styria. Kot smo že omenili, je ena od možnosti še en brezplačnik, tokrat po vzoru avstrijskega OK, ali pa končno lansiranje Crnkovičevega Časa, kar pa je manj verjetno.

Aktivni pa so tudi ostali že obstoječi mediji. Dnevnik, d.d., je septembra 2005 začel izdajati tabloidni Direkt, ki je že po letu dni, kljub nekoliko nižji nakladi od pričakovane,



močna konkurenca Delovim Slovenskim novicam. Ob prvi obletnici izhajanja so tako napovedali, da se bo Direkt kadrovsko okrepil, pripravljajo pa tudi nove rubrike. Poleg tega čaka Dnevnik, d.d., zaradi Direkta tudi organizacijska reorganizacija, saj bodo Direkt zaradi vsebinskih razhajanj izločili iz Dnevnika, d. d. Posebej zanj so tako že ustanovili novo podjetje Media Projekt, Dnevnik, d.d., pa bodo nato najverjetneje oblikovali v holding z več hčerinskimi družbami, predvidoma Dnevnik, Revije in Media Projekt (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Drugih večjih novosti na Dnevniku v kratkem ni pričakovati.

To pa ne velja za Delo, kjer vodstvo, kljub povsem neuspelem poskusu lansiranja športnega časopisa As, ki je izhajal le nekaj mesecev, razmišlja o uvedbi še enega dnevnika. Predsednik uprave Danilo Slivnik je tako za Finance povedal, da bodo projekt uresničili še letos oziroma najpozneje do marca prihodnje leto. »Narediti mislimo časopis manjšega formata, ki bi bil politično bolj sredinsko usmerjen, manj tog in bolj informativen kot Delo. S tem želimo, kljub padanju naklad časopisov, širiti svojo ponudbo in ne delati konkurence sami sebi,« je pojasnil Slivnik. Dodal je, da idejnega vodje projekta oziroma urednika še nima, saj ustanovitev še ni tako daleč, medtem ko bo glavnino novinarjev dobil na Delu. »Tudi to je pot za dvig njihove produktivnosti,« je menil Slivnik (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

#### **4. ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ DELO, DNEVNIK IN ČASNIK FINANCE TER NJIHOVE NAKLADNE IN BRANOSTI PO IZVEDENI LASTNIŠKI KONSOLIDACIJI**

V tem delu naloge bomo z empiričnimi podatki poskušali potrditi ali zavrniti našo hipotezo. Torej, da so časopisi uspešnejši, tako pri branosti kot tudi s povsem finančnega vidika, če so njihovi lastniki iz iste oziroma vsaj sorodne panoge. In obratno, da razpršeno, spreminjajoče, politično podkrepljeno in diverzificirano lastništvo slabo vpliva na samo poslovanje časnika, v tem primeru Dela. Navedeno bomo poskušali potrditi s pomočjo podatkov iz RPN – Projekta revidiranja prodanih naklad tiskanih medijev, ki meri naklado dnevnikov, in NRB – Nacionalna raziskava branosti ter zadnjih letnih poročil posameznega časnika. Pri tem smo izbrali šest kazalcev uspešnosti oziroma učinkovitosti, in sicer takih, ki kažejo tudi na rast podjetja. To so prihodki od prodaje, dobiček iz poslovanja oziroma poslovni izid iz celotnega poslovanja, čisti dobiček oziroma čisti poslovni izid poslovnega leta, donosnost sredstev, donosnost kapitala in dodana vrednost na zaposlenega.

#### **4.1. TEORETIČNA OPREDELITEV IZBRANIH KAZALCEV**

Kot pravijo Turk, Kavčičeva, Kokotec-Novakova, Koželj in Odar, sodijo *prihodki od prodaje* med dinamično opredeljene gospodarske kategorije, gibanje teh kategorij pa imenujemo poslovnoizidni tokovi. Slovenska računovodska stroka je povečanje sredstev poimenovala prihodki, torej prihodki pomenijo povečanje sredstev organizacije ali zmanjšanje njenih obveznosti, lahko pa tudi kombinacijo obojega, v nekem obdobju zaradi razpečevanja proizvodov, opravljanja storitev ali drugih dogodkov, ki so povezani z osnovno dejavnostjo družbe. Prihodki merijo zaključne procese organizacije, saj vplivajo na sredstva in so sestavina kapitala. Če podjetje proda proizvode oziroma storitve za določeno plačilo, se namreč povečajo sredstva, s tem pa se spremeni tudi kapital (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, Koželj, Odar, 2004, str. 308).

Poslovni izid se v računovodskih izkazih vedno ugotavlja s primerjanjem ustreznih priznanih prihodkov in odhodkov. Presežek odhodkov nad prihodki je dobiček, presežek odhodkov pa izguba. *Poslovni izid iz celotnega poslovanja* je tako razlika med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki; od poslovnega izida iz prodaje se razlikuje za preostale poslovne prihodke in odhodke, med katerimi so tudi prevrednotovalni poslovni prihodki in prevrednotovalni poslovni odhodki (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, Koželj, Odar, 2004, str. 367). Poslovni izid iz poslovanja kaže sposobnost gospodarske družbe, da pridobiva prihodke z opravljanjem registrirane dejavnosti.

*Čisti poslovni izid* je razlika med celotnim poslovnim izidom in obračunanim davkom iz dobička kot deležem države v njem. To je poslovni izid, s katerim je mogoče razpolagati po odbitku davka (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, Koželj, Odar, 2004, str. 368).

Donosnost je gotovo najbolj zbirni kazalnik uspešnosti poslovanja; v načelu gre za pojasnjevanje, kaj je bilo doseženo z določenim vložkom, ki se pojavlja v imenovalcu kazalnika. *Koeficient donosnosti sredstev* je tako seštevek čistega dobička in danih obresti, ki ga delimo s povprečnimi sredstvi (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, Koželj, Odar, 2004, str. 673). Kazalnik kaže, kako uspešno je bilo poslovanje pri upravljanju sredstev, torej koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je gospodarska družba ugotovila na vsakih 100 tolarjev obstoječih sredstev, ne glede na to, kako so financirana. Čista donosnost sredstev je namreč zmnožek dveh drugih kazalnikov, izraženih v obliki razmerja, čiste dobičkovnosti prihodkov ter proizvodnosti sredstev: večja kot je vrednost obeh kazalnikov, večja je vrednost kazalnika čiste donosnosti sredstev (GVIN).

*Koeficient donosnosti kapitala* pa je čisti dobiček, deljen z višino povprečnega kapitala (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, Koželj, Odar, 2004, str. 673). Čista donosnost kapitala je s stališča lastnikov gospodarske družbe najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje, kako uspešno upravlja poslovanje s premoženjem lastnikov. Kaže, koliko čistega dobička je gospodarska družba dosegla na vsakih 100 tolarjev vloženega kapitala. Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, če je

vrednost tega kazalnika čim večja (pozitivna). Vendar pa višja vrednost kazalnika lahko pomeni tudi večje tveganje na račun velikega zadolževanja gospodarske družbe. Čista donosnost kapitala je namreč odvisna od sestave virov financiranja sredstev.

Čisto donosnost kapitala je mogoče primerjati z zahtevano donosnostjo kapitala: lastniki za svojo udeležbo pri financiranju gospodarske družbe zahtevajo določen donos, odvisen od tveganja. Če poslovodstvo ne zmore zagotavljati zahtevanega donosa, potem ne uresničuje cilja lastnikov (GVIN).

Dodana vrednost pa je osnovni ekonomski indikator oziroma temeljno merilo gospodarske aktivnosti in uspeha. Vsebinsko pomeni novoustvarjeno vrednost, ki so jo gospodarske družbe proizvedle v enem letu. Negativno dodano vrednost imenujemo izguba na substanci. **Dodana vrednost na zaposlenega** oziroma produktivnost pa prikazuje, kolikšna vrednost dodane vrednosti je bila ustvarjena povprečno na zaposlenega. Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, če je ugotovila čim večji znesek dodane vrednosti na zaposlenega (GVIN).

Poleg strogo finančnih kazalcev pa bomo pri analizi uspešnosti posameznega medijskega podjetja uporabili še prodano naklado in branost. **Prodana naklada** je naročniška naklada plus kolportажna prodaja po Sloveniji in v tujini, kolikor prodaja v tujini ustreza splošnim merilom o kolportажni ali naročniški prodaji. V to kategorijo sodi tudi paketna prodaja (Slovenska oglaševalska zbornica).

**Branost** v Nacionalni raziskavi branosti, ki jo bomo za analizo uporabili tudi mi, se meri s pomočjo treh različnih metod, pri čemer je ena tista, ki določa valuto, druga omogoča oceno dosega več kot enega izida, tretja pa je vključena zavoljo strokovno raziskovalnih namenov. Valuto nacionalne raziskave branosti predstavlja doseg enega izida (AIR - average-issue-readership), izmerjen z metodo zadnjega branja, ki se uporabljajo v večini nacionalnih raziskav branosti po svetu. Zgradba modela je sledeča; anketiranec najprej na podlagi logotipov prepozna edicije, ki jih je imel v rokah v zadnjem letu, za vse te pa nato sledi vprašanje o zadnjem branju in siceršnji pogostosti branja. Merilo zadnjega branja je »bral ali prelistal«. Doseg enega izida predstavljajo vsi tisti, ki so neko edicijo brali ali prelistali v obdobju enega izida (v zadnjem tednu pri tednikih, v zadnjem mesecu pri mesečnikih itn.) Za vsako od edicij, pri kateri bralec sodi v doseg enega izida (AIR) in je njegov redni oz. pogosti bralec, sledijo podrobnejša vprašanja o zadnjem branju, kakovosti branja itn. (Nacionalna raziskava branosti).

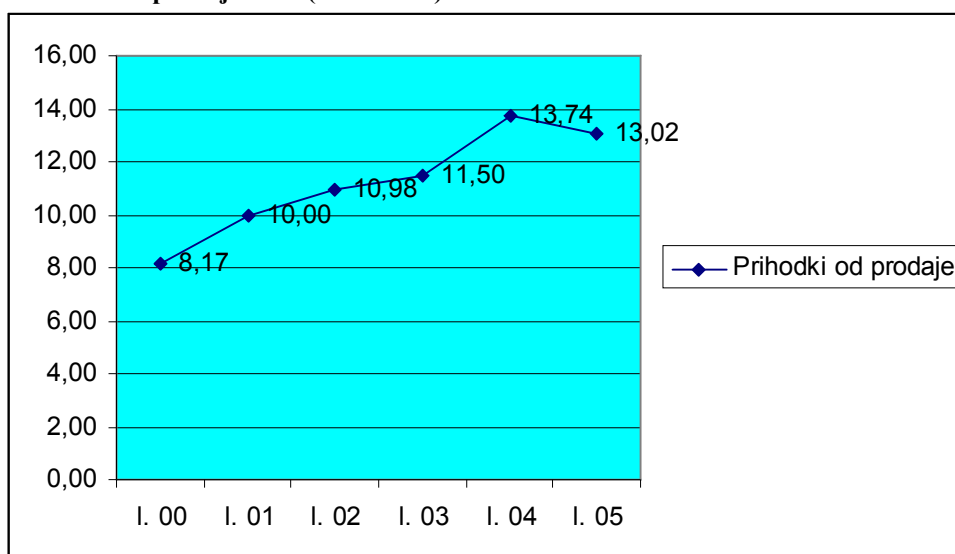
## 4.2. ANALIZA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI DELA

### 4.2.1. Finančni podatki

Delo, d.d., v obravnavanem obdobju posluje pozitivno, vendar pa se njegovi rezultati v zadnjih letih vseskozi poslabšujejo, še posebej po letu 2003, ko so v lastniško strukturo vstopili Laščani.

Prihodki od prodaje so se do leta 2004 sicer povečevali (prav leta 2004 je opazen največji porast prihodkov od prodaje, kar je delno mogoče pojasniti tudi z uspešno akcijo prodaje knjig), lani pa so po mnogih letih prvič nekoliko padli, in sicer s 13,74 na 13 milijard tolarjev, kar pa je še vedno nad ravniyo iz leta 2003 (glej sliko 11). Vendar pa moramo na tem mestu opozoriti na dejstvo, da so analizirani podatki nominalni in ne realni, torej iz njih ni izločen inflacijski vpliv zadnjih šestih let. Ta v obravnavanem obdobju sicer ni bila zelo visoka, vsekakor pa je bila pomembna, saj je stopnja inflacije znašala 38,1 odstotka ([www.stat.si/indikatorji\\_preracun\\_inflacija.asp](http://www.stat.si/indikatorji_preracun_inflacija.asp)). Ker pa so vsi obravnavani podatki, tako za Delo, Dnevnik kot Finance, nominalni, ne realni, so med seboj primerljivi.

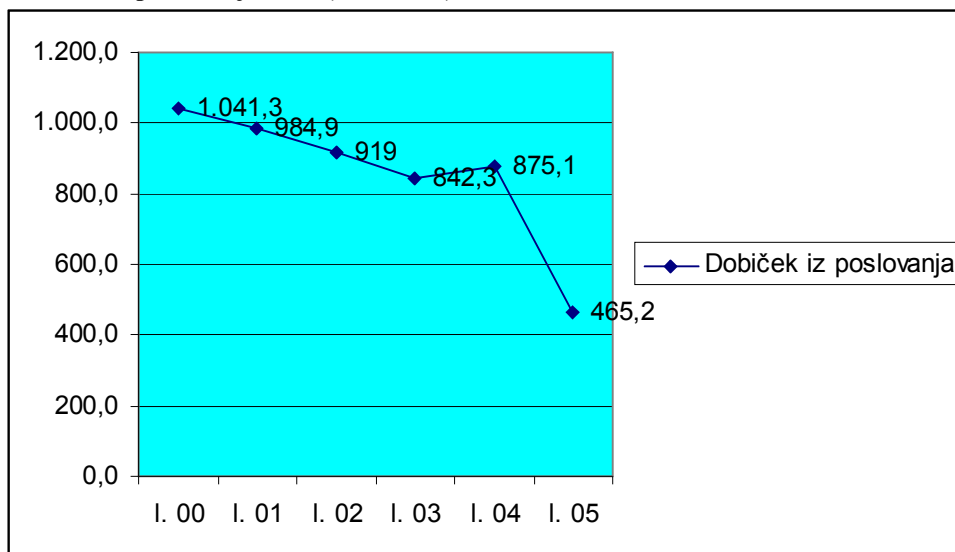
Slika 11: Prihodki od prodaje Dela (v mrd SIT)



Vir: GVIN

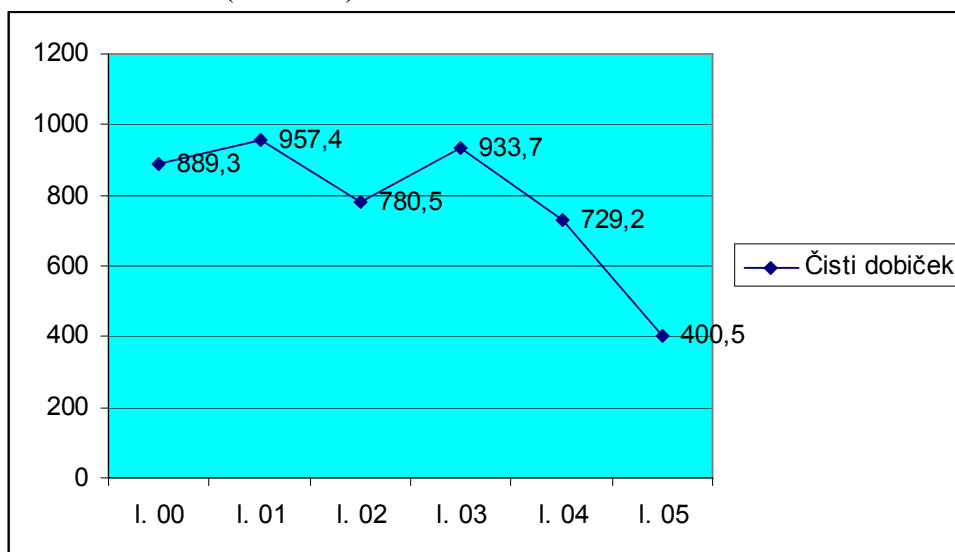
Kljub povečanju prihodkov je dobiček od leta 2000 oziroma 2001 vsako leto nižji. Dobiček iz poslovanja (glej sliko 12) pada namreč že od leta 2000, z izjemo leta 2004, ko se je nekoliko povečal, čisti dobiček (glej sliko 13) pa od 2001, posebej opazno od leta 2003. Strm padec v lanskem letu bi sicer lahko pojasnili z nekaterimi večji naložbami, ki jih je imela družba Delo v tem letu. Leta 2005 so prešli na lastno distribucijo edicij, maja so kupili 19,9-odstotni delež v konkurenčnem dnevniku Večer, decembra pa so za 123 milijonov tolarjev prevzeli še blagovno znamko Mag.

Slika 12: Dobiček iz poslovanja Dela (v mio SIT)



Vir: GVIN

Slika 13: Čisti dobiček Dela (v mio SIT)



Vir: GVIN

Poleg tega je tu še povsem ponesrečen poskus izdajanja športnega dnevnika As, ki jim je povzročil ogromno stroškov. Petega septembra je izšla prva številka Asa, vendar so se po besedah odgovornih na Delu zaradi zahtevnosti časopisnega trga po treh mesecih izhajanja odločili, da As v prvi fazi ni dosegel pričakovane ravni prodaje, ki bi srednjeročno zagotavljala uspešnost projekta, zato so ga ukinili. Devetega decembra je tako izšla zadnja številka omenjenega športnega časopisa. Kljub enemu najhitrejših koncev dnevnika na splošno, pa na Delu ukinitve Asa ne jemljejo kot tragedije. V letnem poročilu za leto 2005 so namreč zelo samozavestno zapisali: »Navkljub dobremu izdelku je v zadnjih šestih mesecih zanimanje bralcev za športni dnevnik usahnilo. Za podjetje je bila to dobra šola, ki je pokazala, da znamo razmeroma hitro postaviti projekt na noge in ga tudi ugasniti, če se

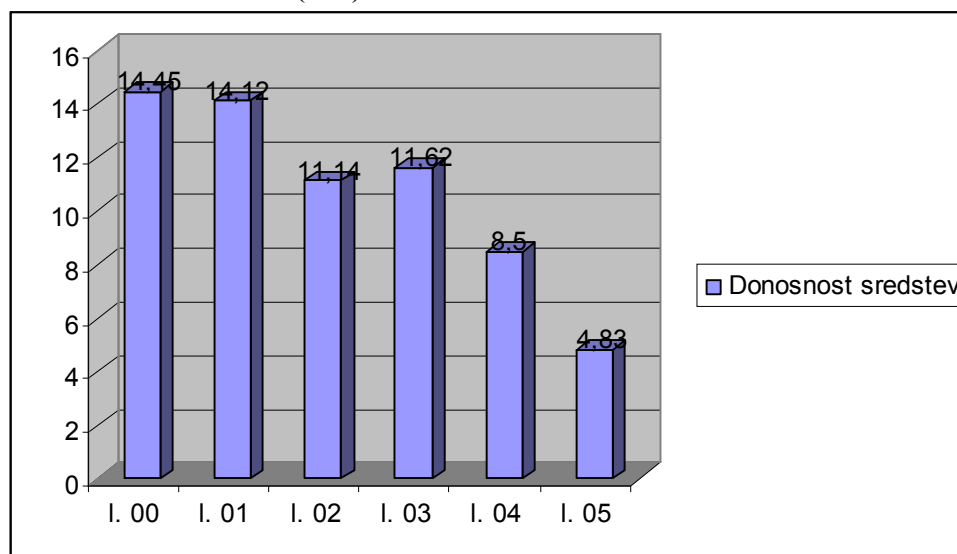
izkaže, da je neuspešen« (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)). Še več, kot je razvidno iz njihovega pojasnila v letnem poročilu, so krivdo za propad pripisali trgu in ne svoji slabi odločitvi. Očitno se ne zavedajo, da se slabo odloča lahko le vodstvo oziroma menedžment, trg pa ne. Slednji je namreč tisti, ki postavlja osnovne zakonitosti, vodstva pa jih morajo prepoznati, preučiti in na koncu izkoristiti v prid svojega podjetja.

Slabši od tistih iz prejšnjih let pa so tudi finančni podatki za prvo polletje leta 2006. Časopisna hiša je v tem obdobju ustvarila 6,84 milijarde tolarjev čistih prihodkov od prodaje, to je za tri odstotke več kot v istem obdobju lani, od tega 2,95 milijarde s prodajo oglasnih storitev, 3,48 milijarde tolarjev pa s prodajo tiskanih in nečasopisnih izdelkov. Pri oglasnih prihodkih so pojasnili, da je navedeni znesek pet odstotkov višji od lanskega polletnega, pri prodaji tiskovin pa so bolj skrivnostni. Zapisali so le, da je omenjeni prihodek v skladu z načrti, nič pa o tem, koliko večji oziroma manjši je od predhodnega. Vse to je bilo dovolj za 300,9 milijona tolarjev polletnega dobička, kar je manj kot v letih 2005 in 2004, ko je bil ta 383 milijonov oziroma celo 592 milijonov (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Padec je mogoče opaziti tudi pri kazalnikih donosnosti, in sicer donosnost sredstev oziroma kapitala. Izbrana kazalca ne kažeta zgolj na (ne)učinkovito ravnanje posloводства s premoženjem lastnikov, ampak tudi na poslovno (ne)uspešnost. Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, čim večja je vrednost teh dveh kazalnikov, kar je tudi uresničevanje cilja lastnikov družbe. In v primeru Dela temu ni tako.

Donosnost sredstev (glej sliko 14) je bila leta 2000 14,45 odstotka, nato se je v naslednjih dveh letih sicer znižala, a leta 2003 spet povečala na 11,62 odstotka. Po tem letu sledi strm padec, ki se je lani končal pri zgolj 4,83 odstotka. Povprečen padec donosnosti sredstev od leta 2000 do 2005 je tako znašal kar 35,5 odstotka.

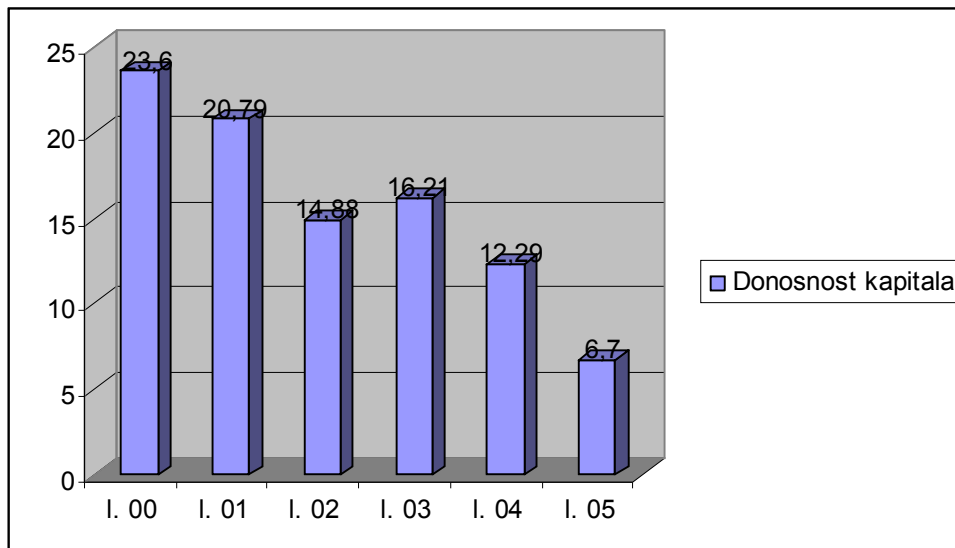
**Slika 14: Donosnost sredstev Dela (v %)**



Vir: GVIN

Še slabše, čeprav je trend tako rekoč identičen, je bilo pri donosnosti kapitala (glej sliko 15). Ta je leta 2000 znašala 23,6 odstotka, leta 2001 in 2002 se je zniževala, leta 2003 spet dvignila na 16,21 odstotka in do leta 2005 padla na 6,7 odstotka. To pomeni, da je bil povprečen padec donosnosti kapitala v zadnjih petih letih 35,7-odstoten.

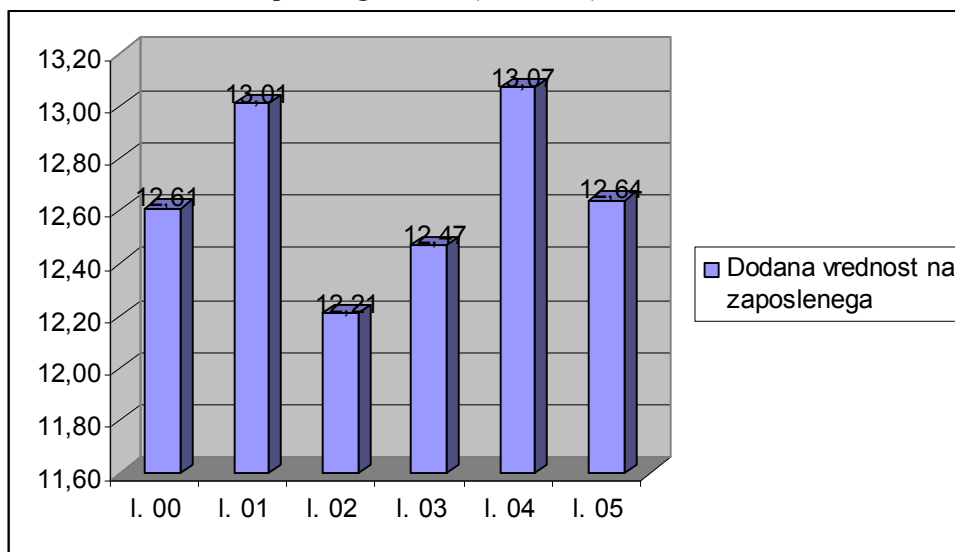
Slika 15: Donosnost kapitala Dela (v %)



Vir: GVIN

Težje opredeljiv pa je kazalec dodane vrednosti na zaposlenega, ki jih je bilo leta 2005 467. Ta prikazuje, kolikšna dodana vrednosti je bila ustvarjena povprečno na zaposlenega, saj je v njem težko prepoznati enoten trend. Dodana vrednost (glej sliko 16) leta 2005 je bila tako na ravni tiste v letu 2000, torej okoli 12,6 milijona tolarjev. Vmes je padala, najnižje na 12,2 milijona leta 2002, in se dvigala, na primer leta 2004, ko je znašala 13,07 milijona tolarjev.

Slika 16: Dodana vrednost na zaposlenega v Delu (v mio SIT)



Vir: GVIN

Na tem mestu velja omeniti tudi podatek o čistem dobičku na delnico Dela. V širši analizi ga sicer nismo uporabili, saj je družba Delo edina od obravnavanih treh, katere delnice kotirajo na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, poleg tega je eno od obravnavanih podjetij, Finance, družba z omejeno odgovornostjo. Knjigovodska vrednost slednje se v zadnjih treh letih ni bistveno spremenila, saj se vseskozi giblje okoli 8.900 tolarjev. Se je pa po podatkih iz letnih poročil Dela precej znižal čisti dobiček na delnico. Leta 2003 je znašal 1.399 tolarjev, leta 2004 1.092, lani pa le še 600 tolarjev (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)).

Očitno pa vse slabše poslovanje in padanje donosnosti, sploh v letu 2005, ne skrbi vodstva Dela. V lanskem letnem poročilu, v katerem je predstavljeno eno finančno najslabših poslovnih let Dela, so tako izpostavili le pozitivne točke, medtem ko so razloge za negativne iskali na trgu in ne znotraj lastne hiše. Čeprav so prihodki od prodaje padli prvič po letu 2000, sami pravijo: »Kljub zahtevnim razmeram in hudi konkurenci na trgu tiskanih medijev smo na področju trženja dosegli nekaj dobrih rezultatov. Načrti iz prejšnjega leta se sicer niso v celoti izkazali kot uresničljivi. Delno tudi iz vsebinskih razlogov (npr. pri (ne)vplivu nečasopisnih edicij na branost časopisov), delno pa zaradi potrebnih kadrovskih sprememb ter spremenjenih prioritet. Poleg tega je treba poudariti, da je bilo po oglasnih prihodkih drugo polletje za družbo Delo najboljši polletni izid doslej. Delovi oglasni prihodki so namreč dvakrat večji od prihodkov najbližjega konkurenta na trgu dnevniških časopisov« (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)). Vendar pa je ta njihova trditev nepravilna ali pa vsaj delno neresnična. Dejstvo je, da so Finance in ne Delo, d.d., tiste, ki so lani dosegle največjo rast oglasnih prihodkov, kar pa iz napisanega ni razvidno.

Kljub vse slabšim poslovnim rezultatom, so njihovi načrti za prihodnja leta še naprej ambiciozni. Njihov cilj za leto 2006 in naprej namreč ni samo ohranjanje tržnega deleža, temveč tudi iskanje novih, potencialnih in nišnih bralnih segmentov ter vzdrževanje in krepitev posameznih znamk in edicij. »Maja 2005 predstavljeni tednik Nakup z rastočim trendom oglasnih prihodkov ter tedenski magazin Mag sta novosti, ki obetata dodatne prihodke od prodaje oglasnih storitev« (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)).

Temeljni cilj vodstva družbe je namreč zagotoviti nadaljnjo rast in razvoj podjetja ter sočasno čim večjo donosnost družbe. To bodo poskušali uresničiti z razvojem novih edicij in storitev ter iskanjem novih segmentov bralcev. Poleg tega so letos še naprej razvijali in nadgrajevali projekt lastne distribucije, kar bo prispevalo k bolj stabilnemu in samostojnemu poslovanju. S pomočjo lastnih raziskovalnih aktivnosti pa bodo svoje priložnosti na trgu iskali tudi z nečasopisnimi edicijami, s katerimi bodo poskušali predvsem povišati prihodke od prodaje (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)).

Lani so sprejeli tudi odločitev o nujnosti vzpostavitve ključnih funkcij informacijske podpore poslovanju v podjetju. V ta namen so organizirali nov oddelek za informatiko, ki bo zaposlil vse nujno potrebne sistemske administratorje in integratorje ter omogočal



nemoteno in neodvisno delovanje. Po njihovi oceni se je plan stroškov informatike za leto 2006 s tem zmanjšal za 58 milijonov tolarjev. Hkrati naj bi jim prevzem systemske administracije omogočil tudi druge prihranke, kot je na primer za 9 milijonov tolarjev nižji strošek za dostop do interneta, prihranke pri nabavi opreme, itn. (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)).

Vendar pa se lahko zgodi, da se bodo navedeni prihranki spremenili v znatno večji strošek. Preden je Delo vzpostavilo lasten oddelek za informatiko, je za to področje skrbelo podjetje Select Tehnology. Po uvedbi novega oddelka je Delo v njem zaposlilo štiri posameznike, ki so prej delali pri Selectu. Zato je Select Tehnology leta 2006 proti Delu vložilo tožbo v višini 650 milijonov tolarjev. Select Technology v tožbi navaja, da je Delo s tem, ko je v nasprotju z izrecnim dogovorom, v svoj oddelek informacijske tehnologije zaposlilo štiri Selectove informatike, najverjetneje kršilo konkurenčno klavzulo iz pogodb o medsebojnem sodelovanju (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

To pa ni edina težava, s katero se Delo srečuje letos. Leta 2006 so namreč uvedli novo tedensko prilogo Delo FT, kar naj bi pomenilo finančni tednik. Vendar pa kratico FT uporablja znani finančni časopis Financial Times, ki jo je tudi zaščitil (zaščita velja v vseh evropskih državah), zato so od Dela zahtevali, da kratico FT neha uporabljati. Delo se na njihove pozive ni odzvalo. Zato so jih obiskali odvetniki Financial Timesa, ki razmišljajo celo o tožbi (njena vrednost bi se najverjetneje merila v več, lahko celo več deset milijonih tolarjev, kar bi v primeru izgube močno vplivalo tudi na samo poslovanje Dela), vendar je po nam dostopnih podatkih do sedaj še niso vložili (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

#### **4.2.2. Naklada in branost**

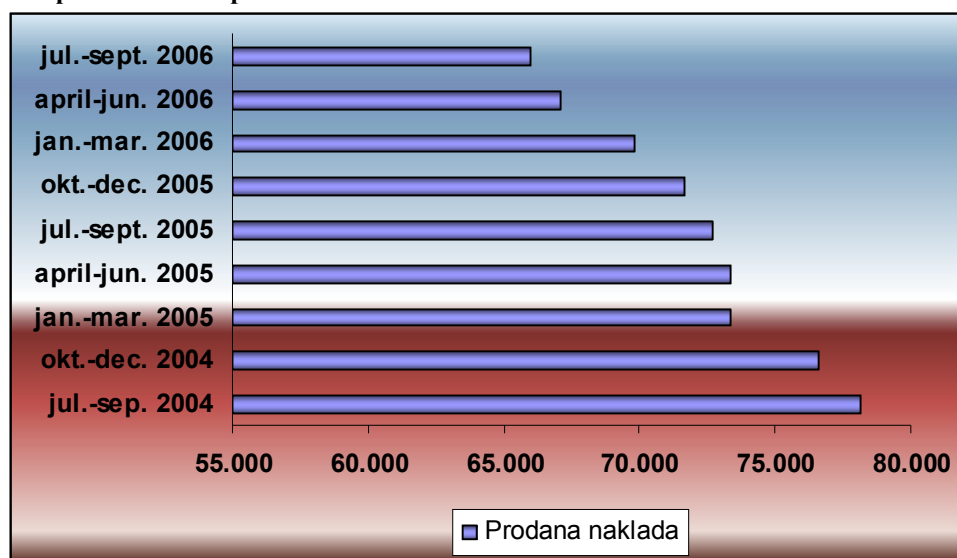
V tem delu se bomo osredotočili na branost oziroma prodano naklado le Delovih najpomembnejših edicij, to sta dnevnik Delo in Slovenske novice, medtem ko bomo njihove revije oziroma priloge tokrat izpustili iz obravnave. Uporabili bomo časovni okvir od leta 2002 do konca prvega polletja 2006, saj pred tem nobena od raziskav tega področja ni obravnavala tako celovito in natančno. Ob tem je treba še poudariti, da je raziskava branosti, ki jo izvaja družba Cati, v letu 2006 stopila v novo obdobje (Slovenska oglaševalska zbornica, [www.soz.si](http://www.soz.si)). Zanj je značilno, da so nekoliko spremenili način merjenja branosti in uvedli tudi nekaj vsebinskih novosti, ki povečujejo uporabnost podatkov. Vendar pa to ne pomeni, da podatki niso primerljivi. Zato smo jih uporabili v istem grafu z vsemi ostalimi ter jih označili z zvezdico (enako tudi pri Dnevniku in Financah).

Kot je razvidno iz slik v nadaljevanju, so vse slabši podatki o branosti oziroma prodani nakladi časnika Dela, ki je paradni konj družbe Delo, d.d. Prodana naklada Dela namreč pada vse od uvedbe raziskave Revidiranih prodanih naklad (glej sliko 17). V tretjem

četrtnetju leta 2004 je ta tako v povprečju znašala še prek 78 tisoč izvodov, v istem obdobju leta 2005 72.680, letos pa le še 66.019.

To pomeni, da nova uprava (predsednik Danilo Slivnik je na čelo družbe prišel konec leta 2005, spomladi 2006 pa se mu je pridružil še član uprave Mitja Pleterski) in vodstvo uredništva, ki je z delom začelo marca 2006, negativnega trenda nista uspela obrniti, temveč sta ga prej pospešila. Konec avgusta leta 2006, ko je Slovenska oglaševalska zbornica objavila podatke o revidiranih prodanih nakladah (to je za obdobje od aprila do junija 2006), je vodstvo pojasnilo, da pričakujejo boljše rezultate v tretjem četrtnetju. Vse na račun oglaševalske akcije za pridobivanje novih naročnikov, ki so jo poleti izvedli skupaj z Mobitelom, in nove tedenske priloge Delo FT, ki jim po njihovih besedah vsak teden prinese 200 prodanih izvodov več (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Njihove trditve so se na koncu izkazale za neresnične, saj so podatki o prodani nakladi za čas med julijem in septembrom pokazali, da jim je naklada v tretjem trimesečju padla še za dodatnih tisoč izvodov dnevno. V povprečju je namreč znašala nekaj več kot 66 tisoč izvodov dnevno, tri mesece pred tem pa 67 tisoč.

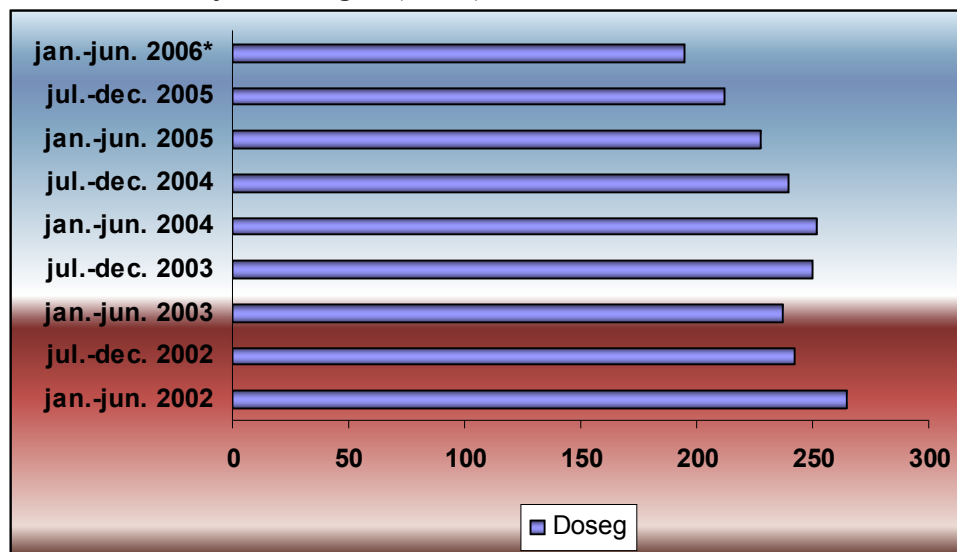
Slika 17: Povprečna dnevna prodana naklada Dela



Vir: Revidirane prodane naklade (Slovenska oglaševalska zbornica)

Pada, čeprav manj očitno, tudi branost Dela, merjena z dosegom (glej sliko 18). V prvi polovici leta 2002 je povprečen doseg enega izvoda Dela znašal 265 tisoč bralcev, naslednje leto 237 tisoč, v prvem polletju 2005 228, nova raziskava nacionalne raziskave branosti pa je ugotovila, da je prvih šest mesecev leta 2006 en izvod Dela v povprečju prebralo 195 tisoč bralcev.

Slika 18: Branost Dela merjena z dosegom (v tisoč)

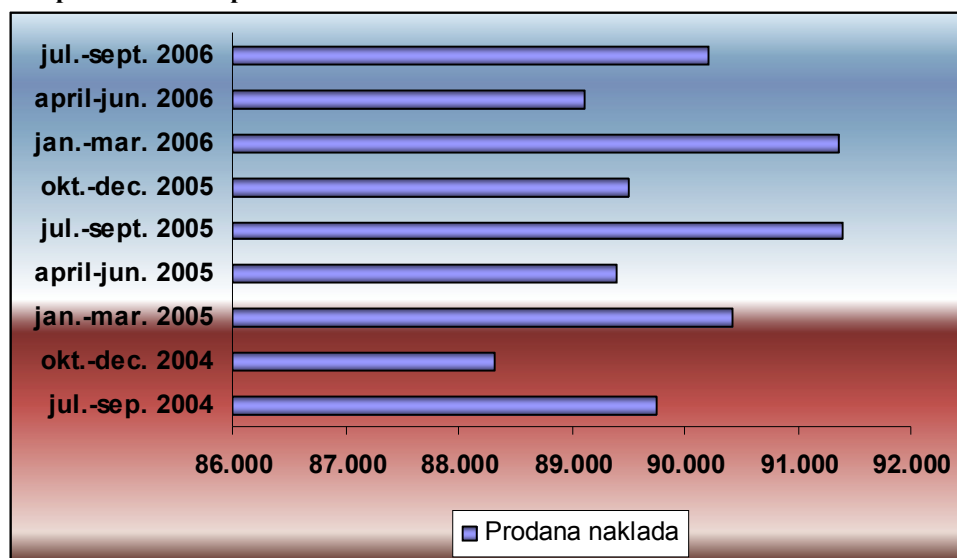


\*Način zbiranja podatkov je bil leta 2006 nekoliko spremenjen, zato so podatki delno primerljivi  
Vir: Nacionalna raziskava branosti (Slovenska oglaševalska zbornica)

Precej boljši so podatki za tabloidne Slovenske novice. Vse od uvedbe enotnega merjenja so med dnevniki daleč pred vsemi, poleg tega tudi ni moč zaslediti zmanjševanja popularnosti med bralci. In to kljub splošnemu trendu upadanja branosti dnevnikov tako v Sloveniji kot v razvitem svetu ter dodatni konkurenci, ki jo predstavlja Direkt.

Njihova prodana naklada od julija do septembra 2004 je v povprečju znašala 89.758 izvodov. Podobno je bilo tudi od aprila do junija in oktobra do decembra 2005 ter v drugem trimesečju leta 2006 (glej sliko 19). Vmes je nekajkrat celo zrasla in enkrat padla pod mejo 89 tisoč izvodov, vendar ne bistveno. Nazadnje, torej v obdobju od julija do septembra 2006, se je znova dvignila, in sicer na 90.216 izvodov dnevno.

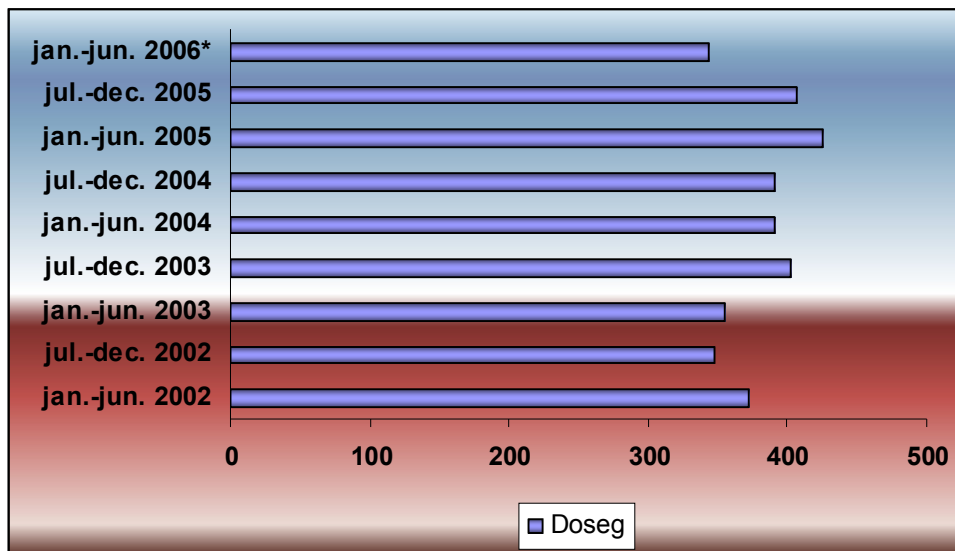
Slika 19: Povprečna dnevna prodana naklada Slovenskih novic



Vir: Revidirane prodane naklade (Slovenska oglaševalska zbornica)

Podobno je tudi pri branosti, kjer vse od leta 2002 ni prišlo do bistvenega premika. Doseg enega izvoda Slovenskih novic sicer niha, vendar pa se nikoli ni spustil pod 350 ali dvignil nad 420 tisoč bralcev (glej sliko 20).

Slika 20: Branost Slovenskih novic merjena z dosegom (v tisoč)



\*Način zbiranja podatkov je bil leta 2006 nekoliko spremenjen, zato so podatki delno primerljivi  
Vir: Nacionalna raziskava branosti (Slovenska oglaševalska zbornica)

Kot je mogoče razbrati iz letnega poročila za leto 2005, so na Delu z navedenimi podatki zadovoljni, čeprav priznavajo, da jim branost, sploh Dela, pada. Vseskozi se namreč opirajo na dejstvo, da po podatkih nacionalne raziskave branosti Slovenske novice in Delo ostajata najbolj brana dnevna časopisa tako med splošno populacijo kot v najzahtevnejših segmentih bralcev (to so bralci, z mesečnim dohodkom višjim kot 225.000 tolarjev, dokončano vsaj višjo šolo, ki zaposleni na vodilnih položajih, ali študenti). V teh segmentih je zaznati trend padanja branosti pri Delu in rast oziroma stagnacijo branosti pri Slovenskih novicah. Pri splošni populaciji pa analize kažejo trend rasti branosti Slovenskih novic, pri Delu pa padanja. Branost vseh Delovih prilog v letu 2005 ostaja na isti letni ravni kot v letu 2004. Se je pa število bralcev, ki berejo vsaj eno od Delovih prilog, s 627.700 v letu 2002 povečalo na 807.700 v letu 2005 (Letno poročilo Dela za leto 2005, [www.delo.si](http://www.delo.si)).

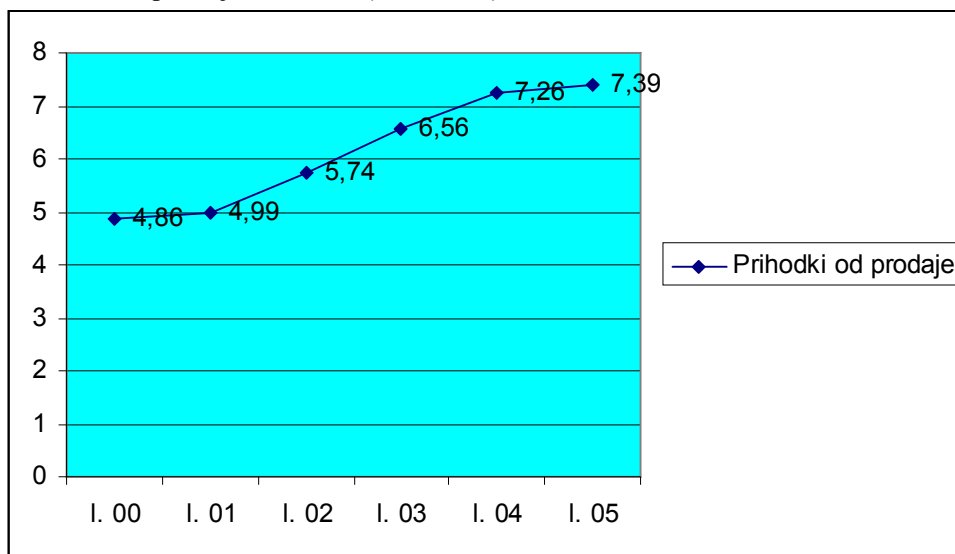
### 4.3. ANALIZA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI DNEVNIKA

#### 4.3.1. Finančni podatki

Dnevnik, d.d., ima tudi dve odvisni družbi. To sta Razvedrilo (je v 60-odstotni lasti Dnevnika) in Gazela, R.E. (Dnevnik je edini lastnik), s katerima tvori skupino družb, ta pa se vključuje v skupino družb, ki jih obvladuje DZS. Kljub temu smo pri naši analizi uporabili le podatke Dnevnika, d.d., in ne cele skupine, torej konsolidiranih podatkov.

Iz podatkov je razvidno, da prihodki od prodaje Dnevnika vseskozi rastejo (glej sliko 21), in to kljub temu, da razmere na trgu dnevnega tiska niso najbolj rožnate. Leta 2000, ko se je med lastnike vpisal tudi DZS, so tako ustvarili 4,86 milijarde tolarjev prihodkov, leta 2003 so presegli 6 milijard, 2004 pa tudi 7 milijard tolarjev. V tem leto so, podobno kot večina njihovih konkurentov, predvsem Delo, svojo ponudbo časopisnih edicij dopolnili še s knjigami, DVD-ji, CD-ji in celo DVD predvajalniki. Pri tem jim je bila v precejšnji pomoč prav kapitalaska povezava z založnikom DZS, ki ponuja tovrstne izdelke.

Slika 21: Prihodki od prodaje Dnevnika (v mrd SIT)



Vir: GVIN

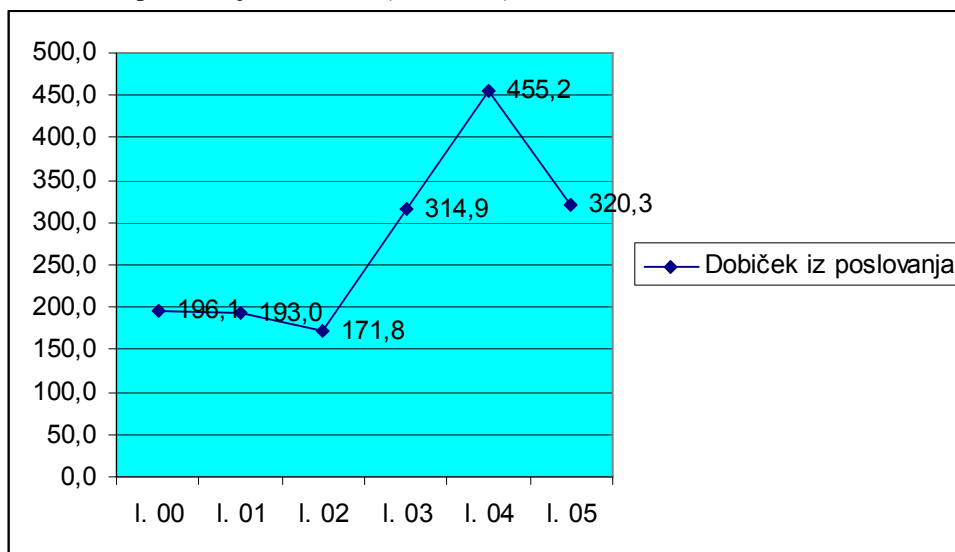
Kljub rasti prihodkov od prodaje pa je lani padel tako dobiček iz poslovanja (glej sliko 22) kot tudi čisti dobiček (glej sliko 23), ki sta se od leta 2002 sicer strmo dvigovala. Prvi je padel iz 455 milijonov tolarjev leta 2004 na 320 milijonov tolarjev leta 2005, drugi pa nekoliko manj očitno, iz 485 na 445 milijonov tolarjev. Navedeno gre pripisati predvsem uvedbi novega tabloidnega dnevnika Direkt, ki je prvič izšel 15. septembra 2005. Zagonski stroški projekta so bili precejšnji, v prvi vrsti zaradi širitve uredništva, trženjskih aktivnosti in podobno, medtem ko na prihodkovni strani pravega učinka lani še ni bilo. Pravzaprav ga na Dnevniku ne pričakujejo niti letos, saj so že ob lansiranju Direkta napovedali, da se jim bo naložba povrnila v roku treh, največ štirih let. To so znova ponovili tudi ob Direktovi prvi obletnici (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Napisano pa ne izhaja le iz Dnevnikovega letnega poročila za leto 2005, temveč tudi besed njihove uprave. Po njihovih besedah bi bil dobiček v letu 2005 nekaj čez 200 milijonov tolarjev večji, če ne bi bilo vlaganja v Direkt. Kljub temu je bil njihov lanski rezultat boljši kot predlanski. (Rednak, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Poleg tega je Dnevnik lani začel izdajati tudi mesečno prilogo Moje zdravje ter odkupil še drugih 50 odstotkov delnic družbe Gazele R.E. S tem je postal 100-odstotni lastnik Gazele, ki jo je nato junija še dokapitaliziral, za kar so namenili 15 milijonov tolarjev. So se pa v

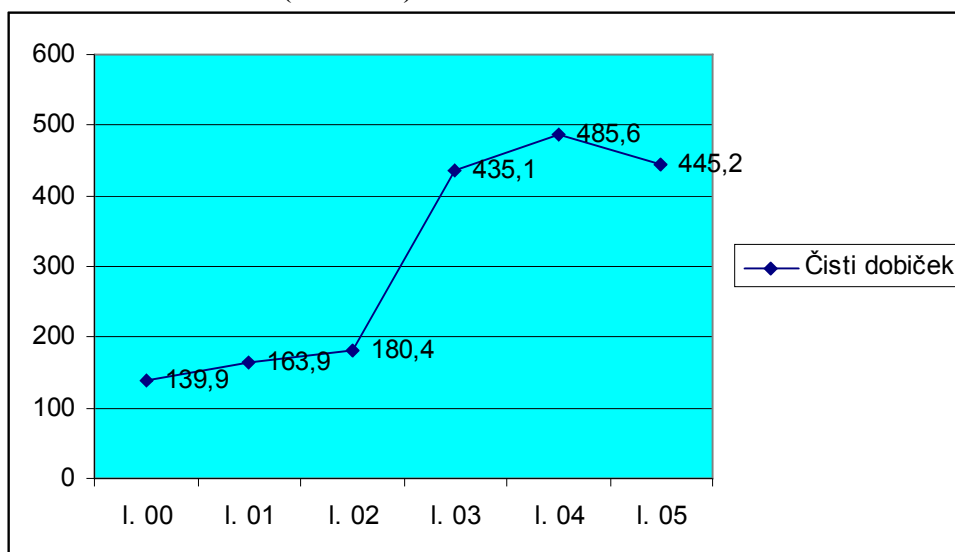
istem obdobju odločili tudi za odprodajo, in sicer so prodali odvisno družbo Ekdis (Letno poročilo Dnevnika za leto 2005, [www.gvin.com](http://www.gvin.com)).

Slika 22: Dobiček iz poslovanja Dnevnika (v mio SIT)



Vir: GVIN

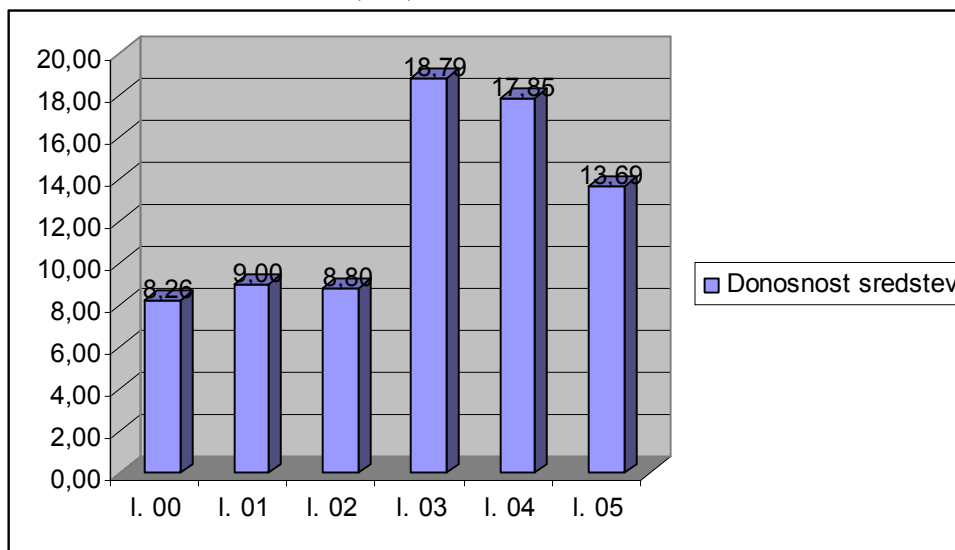
Slika 23: Čisti dobiček Dnevnika (v mio SIT)



Vir: GVIN

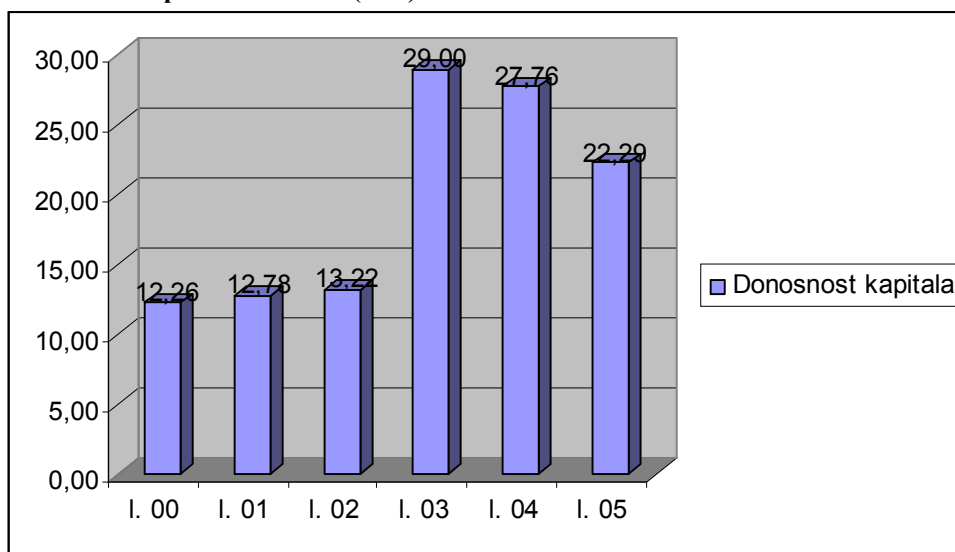
V zadnjih letih pa sta vse slabša tudi kazalnika donosnost sredstev (glej sliko 24) oziroma kapitala (slika 25). Njuna vrednost je namreč močno poskočila leta 2003, iz 8,8 odstotka na 18,7 odstotka oziroma iz 13,22 odstotka na 29 odstotkov, nato pa je začela upadati, kar kaže na slabše upravljanje posloводства s sredstvi ter kapitalom lastnikov. Lani je tako donosnost sredstev znašala 13,69 odstotka, kar je še vedno nad ravno iz let pred 2003, donosnost kapitala pa 22,29 odstotka.

Slika 24: Donosnost sredstev Dnevnika (v %)



Vir: GVIN

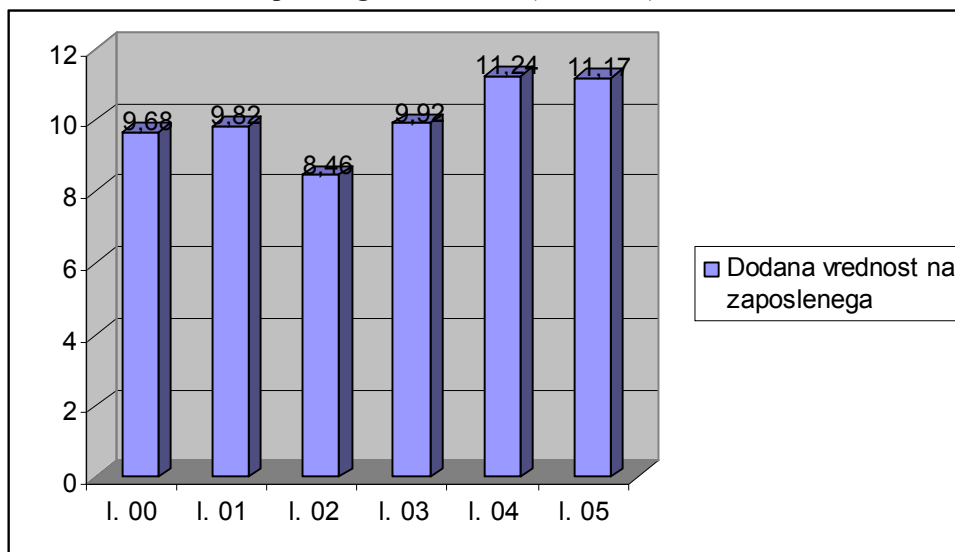
Slika 25: Donosnost kapitala Dnevnika (v %)



Vir: GVIN

Bolje kot pri donosnosti sredstev oziroma kapitala pa je pri dodani vrednosti na zaposlenega (slika 26), saj se je ta po letu 2002 dvigovala. Lani se je njena rast sicer umirila, saj je vsak Dnevnikov zaposlen, teh je prek 200, leta 2004 ustvaril 11,24 milijona tolarjev dodane vrednosti, lani pa 11,17 milijona tolarjev.

Slika 26: Dodana vrednost na zaposlenega v Dnevniku (v mio SIT)



Vir: GVIN

Ob tem lahko, čeprav Dnevnik ne kotira na borzi, analiziramo še celotni poslovni izid na delnico in njeno knjigovodsko vrednost. Slednja je še leta 2001 s 4.043 tolarji komajda presegla 4.000 tolarjev, nato se je prek 4.166 oziroma 4.859 tolarjev dvignila na 5.661 leta 2004, lani pa je dosegla vrednost 6.350 tolarjev. Hitro se je povečeval tudi dobiček na delnico, saj je leta 2001 znašal 649 tolarjev, leto za tem 671, leta 2003 se je dvignil na 1.675 tolarjev, 2004 na 1.854 tolarjev, lani pa že na 1.902 tolarjev.

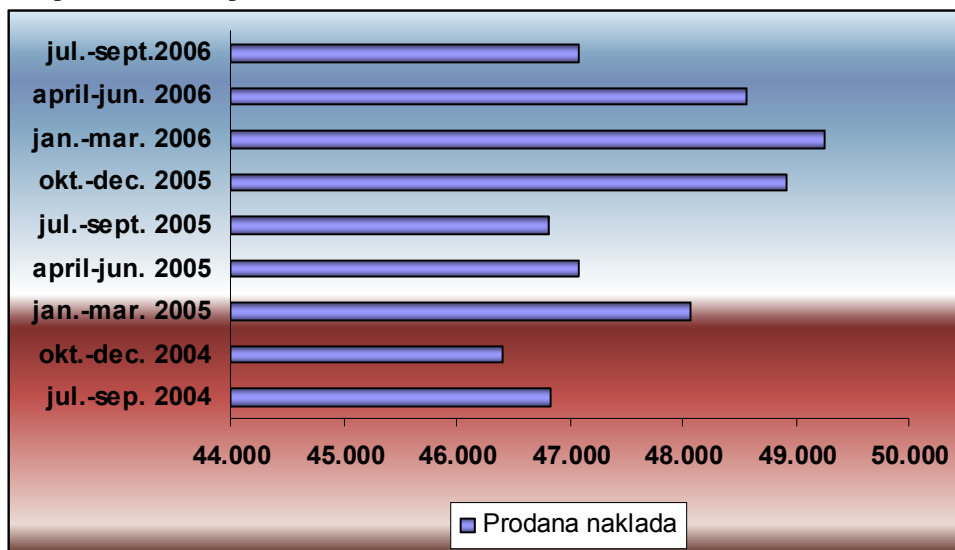
#### 4.3.2. Naklada in branost

Nekoliko bolje kot Delu, vsaj do polletja 2006, kaže Dnevniku tudi pri prodani nakladi in branosti. Prodana naklada Dnevnika (slika 27) je od uvedbe raziskave revidiranih prodanih naklad namreč zrasla, in sicer iz nekaj manj kot 47 tisoč izvodov do največ 49.248 v obdobju od januarja do marca 2006, nato je v drugem in tretjem trimesečju letošnjega leta spet nekoliko upadla, natančneje na 48.558 oziroma 47.083 prodanih izvodov dnevno. Zadnji upad lahko delno pripišemo tudi sezonskim gibanjem, saj zaradi dopustov dnevnikom poleti naklada vedno upade. Poleg tega je njihova letošnja poletna prodaja še vedno višja od lanske, zanemariti pa ne gre niti dejstva, da je Dnevnik v tem času po prodani nakladi prehitel svojega največjega konkurenta Večer.

Direkt v raziskavo revidiranih prodanih naklad zaenkrat še ni vključen, vendar se po besedah odgovornih na Dnevniku njegova povprečna prodana naklada letos giblje med 15 in 19 tisoč izvodi. To je sicer nekoliko manj, kot so pričakovali ob zagonu tega projekta, vendar tega, koliko manj, natančno niso razložili (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).



Slika 27: Povprečna dnevna prodana naklada Dnevnika

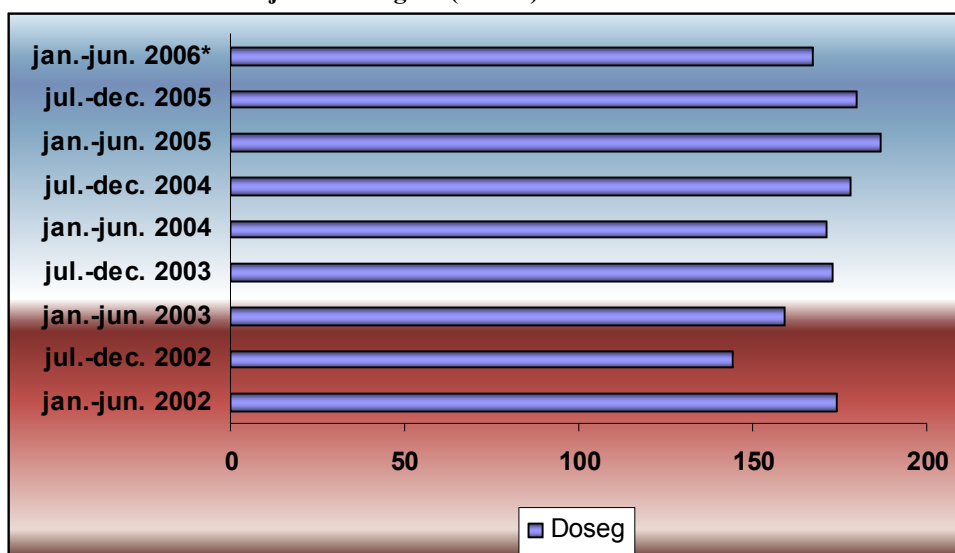


Vir: Revidirane prodane naklade (Slovenska oglaševalska zbornica)

Podobno je tudi pri branosti, če jo merimo z dosegom (glej sliko 28). Po podatkih nacionalne raziskave branosti je imel en izvod Dnevnika največji doseg lani, ko je ta znašal 187 tisoč v prvem in 180 tisoč bralcev v drugem polletju. Po uvedbi nove oblike raziskave se je ta številka nekoliko zmanjšala, in sicer na 167 tisoč bralcev.

Nacionalna raziskava branosti je v zadnjem letu zajela tudi Direkt, ki ima po njihovih ugotovitvah tako v drugi polovici lanskega kot prvi letošnjega leta 5-odstotni doseg, kar pomeni 86 tisoč bralcev. S tem se je uvrstil na peto mesto med osmimi dnevniki.

Slika 28: Branost Dnevnika merjena z dosegom (v tisoč)



\*Način zbiranja podatkov je bil leta 2006 nekoliko spremenjen, zato so podatki delno primerljivi

Vir: Nacionalna raziskava branosti (Slovenska oglaševalska zbornica)

Najbolje od vseh Dnevnikovih edicij pa gre tedniku Nedeljski dnevnik, ki je že vrsto let najbolj priljubljen časopis med Slovenci. Na prvem mestu je namreč med vsemi tiskanimi

mediji, saj je v drugem polletju lanskega leta eno številko tega tednika prebralo kar 536 tisoč ljudi (Nacionalna raziskava branosti, [www.nrb.info](http://www.nrb.info)).

## **4.4. ANALIZA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI FINANC**

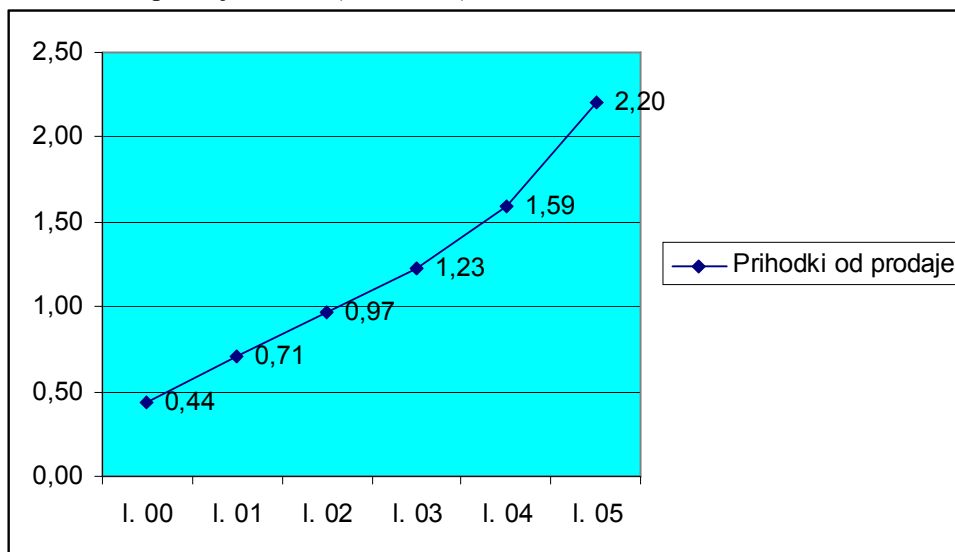
### **4.4.1. Finančni podatki**

Vseskozi v vzponu pa so prihodki od prodaje Časnika Finance (glej sliko 29), ki še vedno sodi med mlada podjetja in tudi dnevnike, saj je to postal šele leta 2001, kar je v času znotraj obravnavanega časovnega okvira. Leto 2000, torej zadnje leto, ko so Finance izhajale še trikrat tedensko, so ustvarili 0,44 milijarde tolarjev prihodkov. Omenjeno številko so leta 2001, kljub velikim zagonskim stroškom ob prehodu na dnevnik, še povečali, in sicer na 0,71 milijarde. Prodaja je rasla tudi naslednja leta, tako da so leta 2003 preseгли milijardo, lani pa že dve milijardi tolarjev prihodkov. Kot je razvidno iz opisanih podatkov, je imelo podjetje v zadnjem letu, ko je ustvarilo 2,2 milijarde tolarjev prihodkov, visoko, več kot 37-odstotno rast prihodkov. Gre za največjo absolutno rast prihodkov v sedemletni zgodovini podjetja, saj znaša kar 653 milijonov tolarjev. Približno polovico rasti je prispeval prav nakup aktivnosti od GV Skupine, vključno s poslovnim področjem revij, baze naročnikov in dveh prilog (Letno poročilo Financ za leto 2005, [www.gvin.com](http://www.gvin.com)).

Navedeno jim je uspelo navkljub težavnemu stanju na trgu tiskanih medijev, saj prinaša predvsem oglaševalski trg tako priložnosti kot omejitve. To je razvidno predvsem iz podatka, da se je celoten oglaševalski trg v Sloveniji povečal za 9,2 odstotka, oglaševanje v dnevnikih pa le za 2,9 odstotka (delež dnevnih časopisov v celotni vrednosti oglaševanja je približno 30 odstotkov). Finance so pri tem dosegle največjo rast med vsemi dnevnimi časopisi, tržni delež pa jim je zrasel za skoraj 2,5 odstotni točki na 9,6 odstotka. Natančneje je to pomenilo, da so se oglasni prihodki povečali za 29 odstotkov v primerjavi z letom 2004. Dosegli so nekaj več kot milijardo tolarjev, kar je za 2 odstotka tudi nad napovedjo za leto 2005.

Dejansko sta bila rast in tržni delež Financ še nekoliko večja, saj navedeni podatki ne vključujejo oglasnih prihodkov internetne izdaje, prihodka od sponzorstev in oglasnih prihodkov, pridobljenih z nakupom dveh revij GV.

Slika 29: Prihodki od prodaje Financ (v mrd SIT)

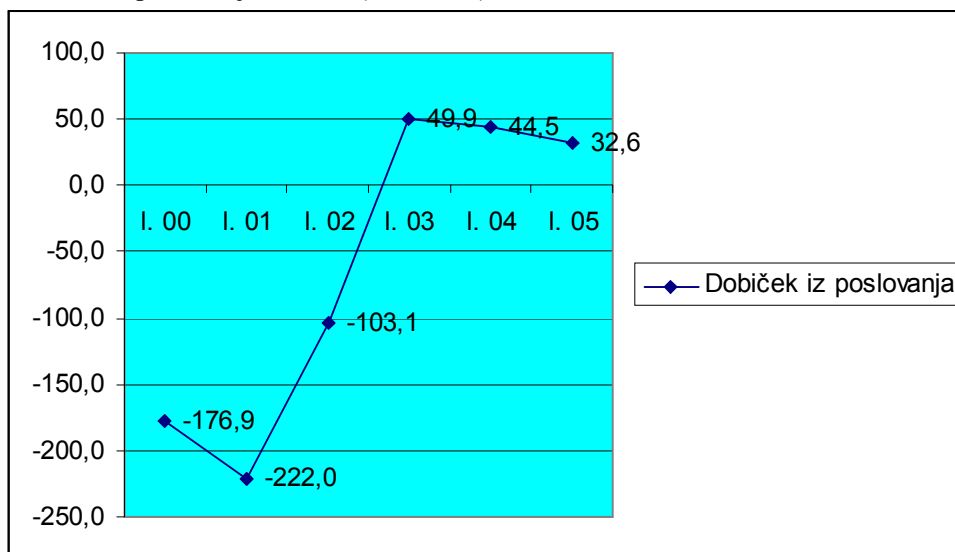


Vir: GVIN

Vseeno je dobiček iz poslovanja (slika 30), ki je bil prva tri leta pravzaprav izguba, od leta 2003 nekoliko padal in lani končal pri 32,6 milijona tolarjev. Precej podoben trend je moč zaslediti pri čistem dobičku, saj je bil ta negativen leta 2000, 2001 in 2002, nato pa je počasi, a vztrajno rasel. Lani je tako Časnik Finance ustvaril že 131 milijonov tolarjev čistega dobička (slika 31).

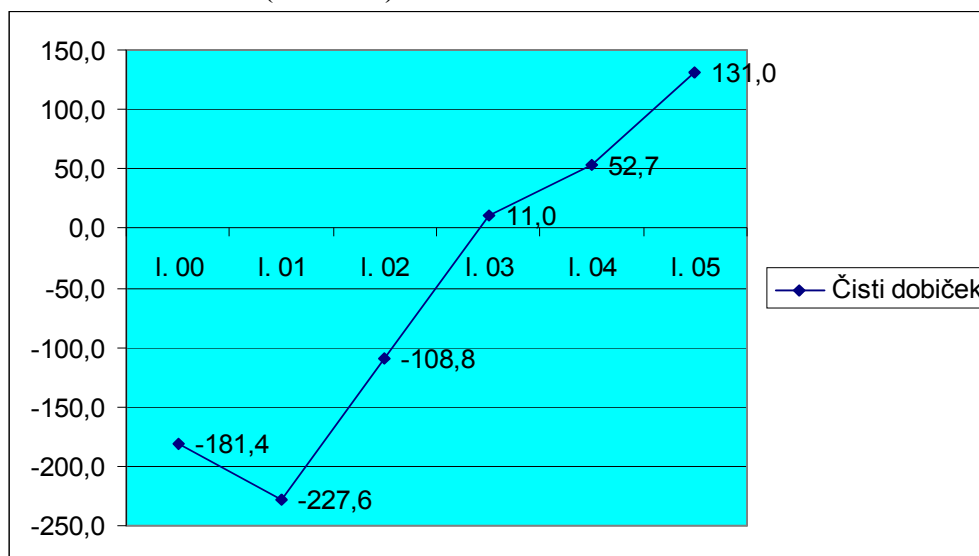
Slednje moramo pripisati tudi spremembam v davčni zakonodaji in v računovodskih standardih. Časnik Finance lahko davčne izgube iz leta 2000 odslej uporabi za davčno olajšavo vse do leta 2007, torej dve leti dlje, kot je zakonodaja dovoljevala doslej. To je tudi razlog, zakaj odloženi davki povečujejo poslovni izid za 92,6 milijona tolarjev, na že omenjenih 131 milijonov tolarjev po davkih.

Slika 30: Dobiček iz poslovanja Financ (v mio SIT)



Vir: GVIN

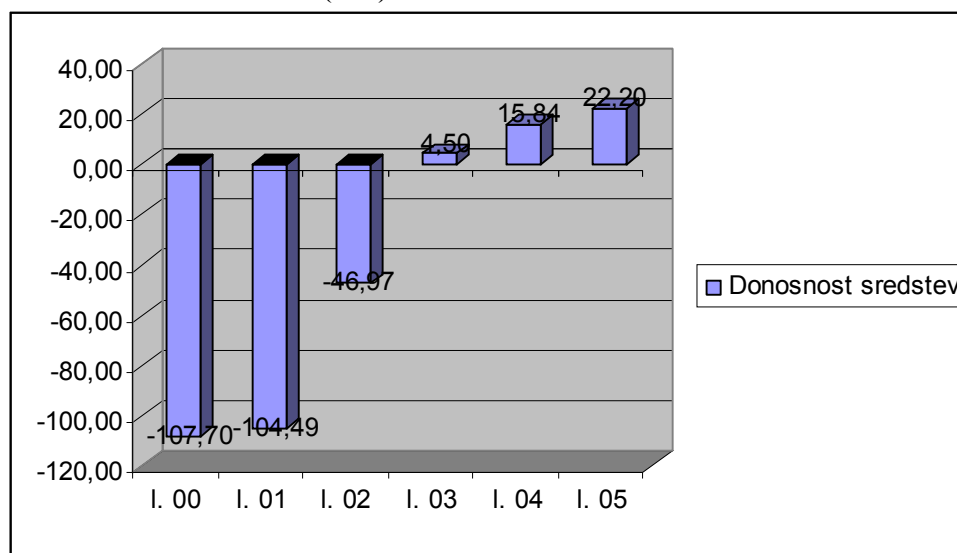
Slika 31: Čisti dobiček Financ (v mio SIT)



Vir: GVIN

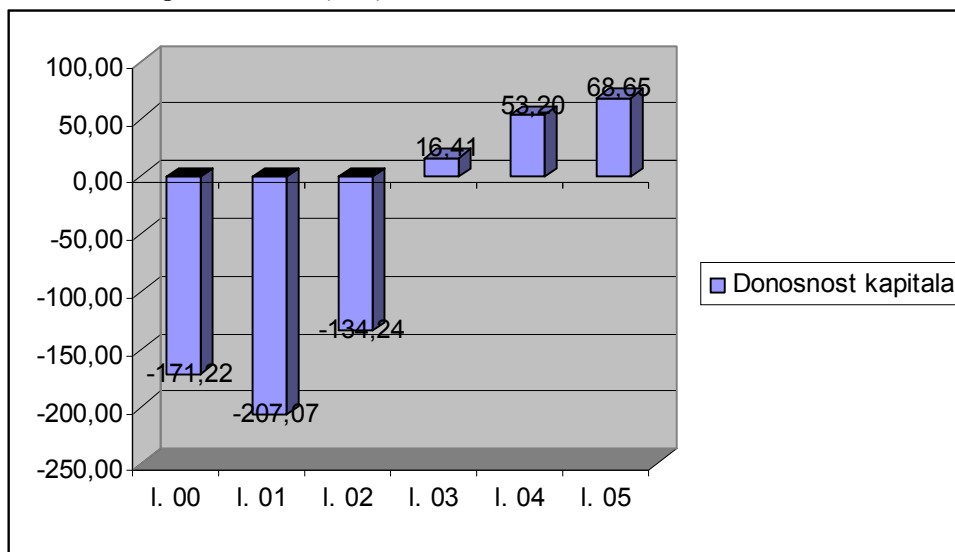
Trend je ugoden tudi pri dobičkonosnosti sredstev (glej sliko 32) oziroma kapitala (slika 33), kjer je gibanje zelo usklajeno. Dobičkonosnost sredstev je bila namreč prva tri obravnavana leta negativna, najbolj leta 2000, ko je znašala -107,7 odstotka. Leta 2003 je s 4,5 odstotka vendarle dosegla pozitivno raven, lani pa se je povzela že na 22,2 odstotka. Podobno je bilo tudi z donosnostjo kapitala, ki je bila prav tako prvič pozitivna leta 2003, leta 2004 je dosegla 53,2 odstotka, lani pa 68,65 odstotka.

Slika 32: Donosnost sredstev Financ (v %)



Vir: GVIN

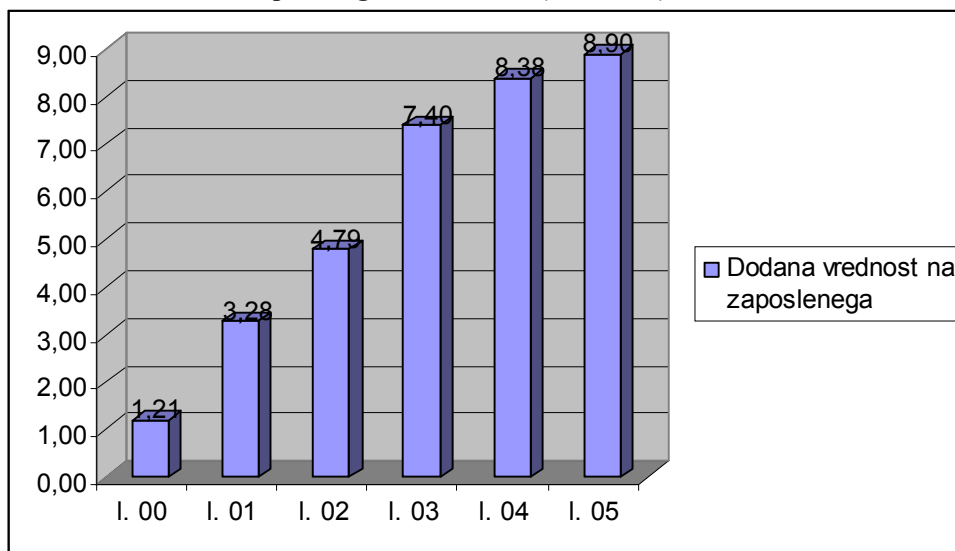
Slika 33: Donosnost kapitala Financ (v %)



Vir: GVIN

Precej zadovoljni so lahko lastniki tudi s trendom gibanja dodane vrednosti na zaposlenega, ki v zadnjih šestih letih nikoli ni padla (slika 34). Nasprotno, vseskozi je strmo rasla, natančneje od 1,21 milijona tolarjev leta 2000, prek 4,79 in 7,4 milijona leta 2002 oziroma 2003, do 8,9 milijona tolarjev lani.

Slika 34: Dodana vrednost na zaposlenega na Financah (v mio SIT)



Vir: GVIN

Dobro oziroma pozitivno je na poslovni rezultat podjetja vplival tudi glavni poslovni dogodek lanskega leta, ki se je zgodil nekoliko nepričakovano, to je nakup blagovnih znamk/dejavnosti od GV Revij. Novopridobljene dejavnosti so namreč pomembno vplivale na hitro rast podjetja, vendar pa so spremembe organizacijske sestave po drugi strani zahtevale precej pozornosti vodstva. Ena od njih je bila tudi selitev v nove poslovne prostore na Dalmatinovi ulici 2 v Ljubljani.

Zaradi opisanih sprememb, ki so pomenile tudi povečanje števila zaposlenih za 25, je moral Časnik Finance namreč najti nov poslovni sedež. To je seveda pomenilo tudi višje stroške najema. Ti so se tako dvignili za 3,4 milijona tolarjev na mesec, kar pomeni 80-odstotno povečanje. Vendar pa bodo imeli višji stroški pravi vpliv šele na letošnje poslovanje, saj je bila selitev izvedena decembra 2005.

Sicer pa se Časnik Finance zadnja leta vse aktivneje ukvarja tudi z drugimi področji, ne samo izdajanjem dnevnika. Eno od njih je organizacija dogodkov, ki so pomembno izboljšali dobičkonosnost v primerjavi z letom prej, podobne učinke pa je mogoče pričakovati tudi v prihodnje.

Drugo področje, ki je bilo lani združeno v nov oddelek, pa sta poslovni reviji Tajnica in Manager, od leta 2006 pa le še Manager. Ker reviji nista bili v poslovnem načrtu za leto 2005, nimamo nobene primerjave z načrtom in letom 2004, temveč le z drugo napovedjo. Čisti prihodki od naklade so dosegli 170 milijonov tolarjev, kar je 4,2 odstotka pod napovedjo. To je približno ista raven kot v GV Skupini konec leta 2004.

In nenazadnje, pospešil se je razvoj internetne platforme ter zajel vsa poslovna področja podjetja. Še več, Finance so svojo platformo prodale hrvaškemu podjetju Business.hr ter s tem sestrskim podjetjem podpisale tudi pogodbo o vzdrževanju in razvoju platforme, ki omogoča učinkovitejši razvoj oziroma izmenjavo izkušenj.

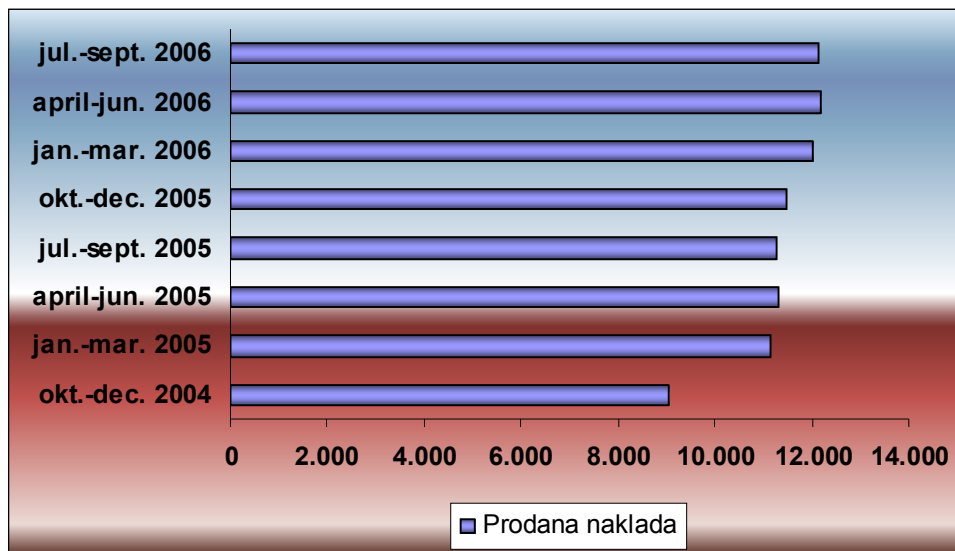
Vse to pomeni, da je vodstvena ekipa, v kateri je letos prišlo do manjše spremembe, odgovorna za tri poslovna področja, to so dnevnik, dogodki in revije. Kot je vidno iz analiziranih podatkov, je podjetje v letu 2005 okrepilo svoj konkurenčni položaj in ima dobro osnovo za prihodnjo rast. Ima namreč vodilno mesto na trgu in je pripravljeno na precejšnje povečanje dobičkonosnosti v prihodnjih dveh do treh letih (Letno poročilo Financ za leto 2005, [www.gvin.com](http://www.gvin.com)).

#### **4.4.2. Naklada in branost**

Dobro Financam kaže tudi pri prodani nakladi in branosti, kjer je še vedno zaznati trend rasti. V obdobju, odkar Slovenska oglaševalska zbornica zbira podatke o revidiranih prodanih nakladah, se je prodana naklada Financ povečala z nekaj več kot 8 tisoč na prek 12 tisoč prodanih izvodov (slika 35). Minimalno, iz 11.326 na 11.266 oziroma iz 12.188 na 12.147, je sicer padla od drugega na tretje četrtletje leta 2005 in 2006. Vendar pa je razliko teh nekaj izvodov mogoče razložiti s sezonskim gibanjem. Finance so časopis, ki je izrazito odvisen od naročnine (še bolj kot ostali časopisi v Sloveniji), in to ne posameznikov temveč podjetij. Ker je med julijem in oktobrom čas dopustov, nekatera podjetja v tem obdobju časopis odnaročijo ali prenehajo z nakupom, kar posledično pomeni nekaj prodanih izvodov manj.

Optimistični so tudi interni podatki o nakladi za tretje četrletje letošnjega leta. Finance so septembra pri naročnikih presegle številko 12 tisoč, kar pomeni tudi rast prodane naklade v okviru raziskave revidirane prodane naklade.

Slika 35: Povprečna dnevna prodana naklada Financ

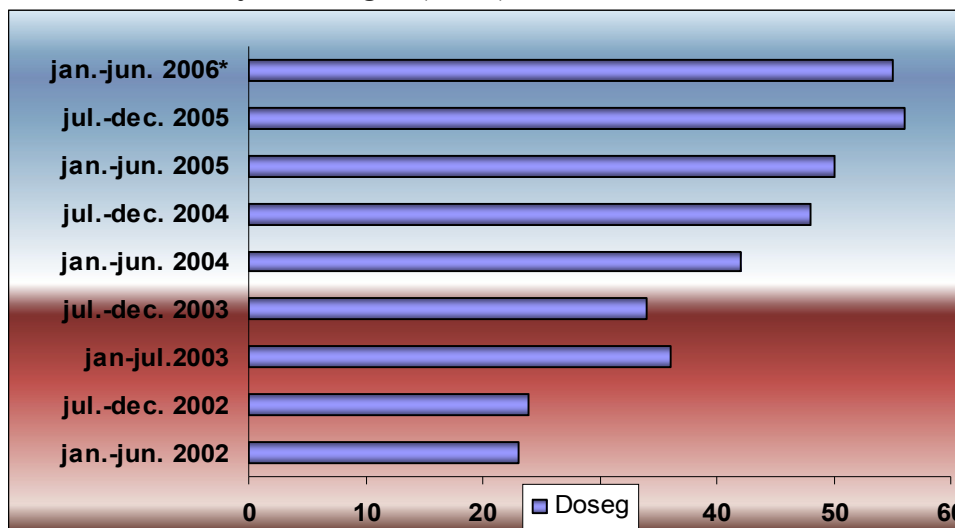


Vir: Revidirane prodane naklade (Slovenska oglaševalska zbornica)

Podobno je tudi pri branosti, saj je doseg ene številke Financ v štirih letih zrasel s 23 na 56 tisoč, po uvedbi dopolnjene raziskave branosti pa na 55 tisoč (slika 36). Tudi tu lahko opazimo le en padec, in sicer s 36 na 34 tisoč od prvega na drugo polletje leta 2003.

Tudi za naprej je glavni cilj časnika osvojiti 1 odstotek trga, kar pomeni prodajo 20.000 izvodov. Ker so Finance v zadnjem letu dosegle najbolj strmo rast doslej, za več kot 2.100 novih naročnikov neto, kar pomeni 11.821 naročnikov konec leta, optimizem ni pretiran. Gre za 22-odstotno rast, od katere 40 odstotkov predstavljajo naročniki nekdanjih revij GV. Z nakupom je bilo na Finance prenesenih skoraj 4 tisoč naročnikov revije GV, od tega jih je 31. decembra 2005 le 881 ostalo naročenih na Finance. Obseg je v skladu s pričakovanji ob nakupu dejavnosti (Letno poročilo Financ za leto 2005, [www.gvin.com](http://www.gvin.com)).

Slika 36: Branost Financ merjena z dosegom (v tisoč)



\*Način zbiranja podatkov je bil leta 2006 nekoliko spremenjen, zato so podatki delno primerljivi  
Vir: Nacionalna raziskava branosti (Slovenska oglaševalska zbornica)

Konec leta 2005 je začelo močno rasti tudi število bralcev internetne izdaje Finance-on.net, kar gre pripisati predvsem povečevanju vsebine na internetni izdaji. Konec leta je imela internetna izdaja več kot 20.000 obiskovalcev vsak delovni dan in več kot 80.000 na mesec. V letu 2006 so te številke še nekoliko večje.

#### **4.5. PRIMERJAVA POSLOVANJA, NAKLADE IN BRANOSTI DELA, DNEVNIKA TER FINANC**

Čeprav družbe Delo, d.d., Dnevnik, d.d., in Finance, d.o.o., poslujejo na istem trgu, ne tekmujejo za povsem iste bralce, poleg tega so si tudi sicer med seboj precej različne. Delo in Dnevnik sta medijski hiši z več kot 50-letno zgodovino, hkrati obe izdajata po en splošno-informativni in en tabloidni časnik, medtem ko so Finance, kot izrazito mlado nišno podjetje, osredotočene predvsem na gospodarsko javnost. Temu so seveda prilagojene tudi teme, ki jih obravnavajo, čeprav poskušata tako Dnevnik kot tudi Delo prodreti na to področje. V ta namen je Dnevnik svoje gospodarske strani uspešno združil v Poslovni Dnevnik, Delo pa je letos začelo izdajati finančno prilogo Delo FT, vse z namenom ohraniti obstoječe bralce oziroma celo pridobiti konkurentove.

Predvsem od branosti oziroma priljubljenosti med bralci je namreč odvisno, kako dobro bo poslovala družba. Medijske hiše prihodke namreč ustvarjajo predvsem iz dveh naslovov, to sta prodana naklada njihovih edicij in oglasni prihodki, ki so tesno povezani z branostjo. Čim večji doseg ima časopis, tem dražje je oglaševanje na njegovih straneh.



Prav zaradi povedanega so Delovi podatki, ki smo jih analizirali, slabši od podatkov Dnevnika ali Financ. Naklada in branost Delu že nekaj let padata (menjave v vodstvu in notranji spori jim pri tem niso prav nič pomagali), torej tudi prihodki od prodaje, medtem ko stroški ostajajo na enaki ravni oziroma se celo povečujejo. Število zaposlenih se namreč ne zmanjšuje, nasprotno, se celo nekoliko povečuje, podoben vpliv, vsaj prvih nekaj let, pa bo imela tudi naložba v lastno distribucijo. Če k temu prištejemo še nakupe drugih blagovnih znamk in ponesrečene poskuse uvedbe novih časopisov, je slika jasna. Vse skupaj je nekoliko izboljšala prodaja nečasopisnih izdelkov, na primer knjig, CD-jev in DVD-jev, vendar pa so bili njeni učinki kratkotrajni in manjši od pričakovanih.

Delove podatke še poslabšujejo razmere v sami panogi tiskanih medijev, ki je v zreli fazi, lahko rečemo celo v upadanju. Boj med dnevniki je vse večji, upoštevati pa je treba tudi druge medije, ki prav tako predstavljajo konkurenco tisku. Na vse skupaj še dodatno vplivajo spremenjene navade potrošnikov, ki v modernem svetu težijo k vse hitrejšemu in bolj dinamičnemu pridobivanju podatkov, kar jim nudi predvsem internet, medtem ko jim za branje ostaja vse manj časa.

Kljub slabšemu poslovanju v zadnjih letih je, in še nekaj časa bo, Delo, d.d., največja slovenska medijska hiša. Letno ustvari prek 13 milijard tolarjev prihodkov, kar je skoraj dvakrat več kot Dnevnik (7,4 milijarde) in celo šestkrat toliko kot Finance (2,2 milijardi).

Precej manjša, če sploh, pa je prevlada Dela, upoštevajoč dobiček iz poslovanja oziroma čisti dobiček. Lani je Delo namreč leto končalo s 465 oziroma 400 milijonov tolarjev dobička, Dnevnik pa s 320 oziroma celo 445 milijoni tolarjev. Torej jih je po tem kriteriju verjetno prvič po desetletjih, če ne celo prvič sploh, prehitel. Finance so zaradi svoje mladosti in tržne usmerjenosti z 32,6 in 131 milijoni tolarjev dobička v primerjavi z Delom in Dnevnikom še vedno slabše, a kot kaže, ne bo več dolgo tako.

Povsem drugačno sliko pa dobimo, če primerjamo donosnost sredstev in kapitala ter dodano vrednost na zaposlenega v Delu, Dnevniku oziroma Financah. Našteti kazalniki so namreč tisti, ki omogočajo najboljšo primerjavo med obravnavanimi podjetji, saj v tem primeru njihova velikost, starost ali tržna usmerjenost niso tako pomembne oziroma nimajo vpliva na same podatke.

Iz podatkov v tabeli 4 je tako razvidno, da je bilo Delo leta 2000 upoštevajoč te tri kazalnike daleč pred obema konkurentoma. Donosnost sredstev je znašala 14,45 odstotka, pri Dnevniku 8,26 odstotka, medtem ko je bila pri Financah celo negativna. Še večje razlike so bile pri donosnosti kapitala, ki je pri Delu znašala 23,6 odstotka, pri Dnevniku in Financah pa 12,26 odstotka oziroma -171,22 odstotka. Podobno je bilo tudi pri dodani vrednosti na zaposlenega, saj je bila Delova recimo kar desetkrat večja kot pri Financah, Dnevnik pa je bil znova v zlati sredini.

**Tabela 4: Primerjava donosnosti sredstev in kapitala ter dodane vrednosti na zaposlenega pri Delu, Dnevniku in Financah leta 2000**

<b>Izbrani kazalniki/podjetja</b>	<b>Delo</b>	<b>Dnevnik</b>	<b>Finance</b>
<b>Donosnost sredstev (v %)</b>	14,45	8,26	-107,70
<b>Donosnost kapitala (v %)</b>	23,6	12,26	-171,22
<b>Dodana vrednost na zaposlenega (v mio SIT)</b>	12,61	9,68	1,21

Vir: GVIN

Diametralno nasprotno sliko, vsaj pri donosnosti sredstev in kapitala, pa dobimo, ko primerjamo podatke Dela, Dnevnika in Financ leta 2005, kot je prikazano v tabeli 5. Delova donosnost sredstev je lani, po več letih hitrega padanja, znašala le še 4,83 odstotka, Dnevnikova padcu navkljub 13,69 odstotka, medtem ko je pri Financah zrasla že na več 22 odstotka. S tem Finance niso presegle le ostalih dveh dnevnikov leta 2005, temveč je ta donosnost celo boljša od Delove leta 2000. Podobno je tudi pri donosnosti kapitala, ki je pri Delu dosegla 6,7 odstotka, pri Dnevniku 22,2 odstotka, pri Financah pa je, v primerjavi s konkurentoma, visokih 68,6 odstotka. Drugače je pri dodani vrednosti na zaposlenega, kjer je Delo še vedno na prvem mestu, čeprav sta se mu konkurenta že zelo približala. Dodana vrednost na zaposlenega v Delu je bila lani namreč 12,64 milijona tolarjev, pri Dnevniku 11,17 milijona, na Financah pa po konstantni rasti v zadnjih šestih letih že 8,9 milijona tolarjev. Zelo spodbudno, sploh če upoštevamo, da je bila dodana vrednost Financ še leta 2000 1,2 milijona tolarjev, Delova in Dnevnikova pa 12,6 oziroma 9,68 milijona.

**Tabela 5: Primerjava donosnosti sredstev in kapitala ter dodane vrednosti na zaposlenega pri Delu, Dnevniku in Financah leta 2005**

<b>Izbrani kazalniki/podjetja</b>	<b>Delo</b>	<b>Dnevnik</b>	<b>Finance</b>
<b>Donosnost sredstev (v %)</b>	4,83	13,69	22,20
<b>Donosnost kapitala (v %)</b>	6,7	22,29	68,65
<b>Dodana vrednost na zaposlenega (v mio SIT)</b>	12,64	11,17	8,90

Vir: GVIN

Če povzamemo, so se vsi Delovi finančni podatki so se v zadnjih šestih letih poslabšali. Pri Dnevniku se večina izboljšuje, zato lahko v naslednjih letih, še posebej, če bo Direkt zaživel v okviru predvidenih načrtov, pričakujemo ponovno oziroma nadaljnjo rast. Finance so zgodba zase, saj so se iz zelo majhnega ter povsem nišnega podjetja in dnevnika razvile v enega vodilnih igralcev na trgu, sploh če pri tem upoštevamo še nekatere sociološke kriterije (so namreč eden glavnih mnenjskih voditeljev).

Enaka gibanja je moč zaznati tudi pri nakladi oziroma branosti. Delova pada, Dnevnikova niha, a primerjava istih obdobj v različnih letih kaže, da počasi raste, medtem ko so Finance v stalnem vzponu, ki sodeč tudi po podatkih za leto 2006 ni in še nekaj časa ne bo končan.

Pravkar povedano lahko v strnjeni in enostavni obliki predstavimo tudi v tabeli, kjer gibanja posameznih kazalcev ponazorimo s puščicami (tabela 6). Rast posameznega kazalnika smo tako označili s puščico obrnjeno navzgor, padec s padajočo puščico, puščica v obe smeri pa pomeni nihanje.

**Tabela 6: Primerjava celotnega poslovanja Dela, Dnevnika in Finance**

<b>Izbrani kazalniki/podjetja</b>	<b>Delo</b>	<b>Dnevnik</b>	<b>Finance</b>
<b>Prihodki od prodaje</b>	↕	↑	↑
<b>Dobiček iz poslovanja</b>	↓	↕	↕
<b>Čisti dobiček</b>	↓	↕	↑
<b>Donosnost sredstev</b>	↓	↕	↑
<b>Donosnost kapitala</b>	↓	↕	↑
<b>Dodana vrednost na zaposlenega</b>	↕	↑	↑
<b>Naklada</b>	↓	↕	↑
<b>Branost</b>	↓	↕	↑

Vir: GVIN

Kot je razvidno iz tabele, se je Delovo finančno poslovanje v zadnjih letih v vseh pogledih poslabšalo, Dnevnikovo bolj ali manj nihalo, a izboljšalo, medtem ko so Finance zabeležile rast vseh izbranih kazalnikov poslovanja (izjema je dobiček iz poslovanja). Delo ima namreč od osmih kazalnikov kar 6 negativnih, torej je pri njih zaznati padec, in dva, kjer se uspešnost spreminja. Dnevnikova slika je precej drugačna, saj ima največ obojestranskih puščic, ki prikazujejo nihanje, natančneje 6, pri dveh kazalcih, to so prihodki od prodaje in dodana vrednost na zaposlenega, pa so se številke izboljšale. Primer velikega napredka v zadnjih šestih letih so Finance, kjer se je učinkovitost in uspešnost izboljšala v sedmih kategorijah, medtem ko je pri dobičku iz poslovanja zaznati gibanje v obe smeri.

#### **4.6. DEJAVNIKI USPEŠNOSTI PREVZEMOV V PANOGI TISKANIH MEDIJEV**

Analiza in primerjava izbranih podatkov za Delo, d.d., Dnevnik, d.d., in Finance, d.o.o., je potrdila našo osnovno hipotezo. Torej, da je konsolidirana, stabilna in politično nevtralna lastniška sestava, ki je nastala s horizontalnim, jasno motiviranim prevzemom, tudi poslovno najuspešnejša. Če še nekoliko poenostavimo, poslovno uspešnost podjetij, še posebej medijskih, lahko na dolgi rok zagotovijo le strateški lastniki. Samo ti namreč zagotavljajo sledenje oziroma uresničevanje vizije, poslanstva in strategije, stalnost vodstva, pregledno in ekonomsko upravičeno poslovanje ter omejen vpliv politike na vsebino medija.

Prav zato mora imeti podjetje, ki želi poslovati uspešno, sploh na tako zrelem in zasičenem trgu, kot je medijski, v prvi vrsti jasno lastniško strukturo, v kateri, merjeno z velikostjo deleža, prevladuje strateški lastnik. Lastniki so namreč tisti, ki odločajo o tem, kakšno

podjetje želijo, kako mora biti vodeno in organizirano, na katerih trgih bo delovalo, kdaj se bo širilo, kam in podobno. O tem sicer ne odločajo sami, saj jim pomagajo tako imenovani agenti, vendar pa so oni tisti, ki določijo glavne smernice strategije, vizije in poslovanja.

Izjemno pomembno je, da lastniki natančno vedo, zakaj so stopili v lastniško strukturo določenega podjetja, kaj želijo iztržiti iz njega, katere so njegove prednosti in priložnosti ter kje se skrivajo slabosti oziroma nevarnosti. Zato se morajo za prevzem ali združitev odločiti na podlagi realne ter temeljite analize, ki temelji na jasnih motivih. Ne pa zaslepljeni z različnimi obljubami ali celo že z mislimi na naslednji posel, ki jim bo omogočen zaradi tega nakupa. V zadnjem primeru namreč prevzema ne bodo jemali tako resno in zagreto, kot bi bilo to potrebno, hkrati prevzetemu podjetju ne bodo posvečali dovolj pozornosti oziroma vanj vlagali potrebnih finančnih sredstev.

Ena od prednosti strateškega lastnika namreč je, da se zaveda, da se po izvedenem povezovanju delo pravzaprav šele začne. V prevzetem podjetju je tako treba odkriti morebitne napake, ki jih predhodna analiza ni pokazala, in jih odpraviti. Po potrebi morajo zamenjati ne dovolj sposobno in učinkovito vodstvo, odprodati nepotrebna sredstva oziroma dele, posredovati know how, zagotoviti morebitna dodatna finančna sredstva, res začeti izkoriščati ponujene sinergije in tako naprej. Torej ju lastniško, poslovno in včasih tudi kulturno povsem povezati.

Strateški lastniki, ki pogosto prihajajo iz iste ali vsaj sorodne panoge, navedeno res naredijo, kar se seveda hitro pozna tudi na poslovnih rezultatih prevzetega podjetja. Finančni rezultati slednjega so tako vsako leto boljši, konkurenčnejši, kar pomeni, da prodaja in dobiček rasteta, stroški se zmanjšujejo itn.

Ravno nasprotno je pri portfeljskih lastnikih. Ti v lastniško strukturo ne vstopajo zaradi podjetja samega, temveč imajo pred očmi le donosnost naložbe ali celo kakšen drug, povsem neekonomski, interes (kar je sploh značilno za medije, ki veljajo tudi za mnenjske voditelje). Zato se v takih primerih velikokrat zgodi, da se lastnik za prevzeto družbo ali ne zanima ali nasprotno, da se zanjo zanima preveč in poskuša vplivati še na področja, ki niso v njegovi pristojnosti. Pri tem imamo v mislih tudi vprašljive menjave kadrov, predvsem vodstvenih, poslovanje s prijateljskimi podjetji, uresničevanje ekonomsko vprašljivih projektov, pretirano vmešavanje v dnevno poslovanje in podobno.

Nič od pravkar opisanega se ni zgodilo na Financah, ki jih lahko vzamemo za primer dobre prakse oziroma uspešnega prevzema, saj so bile v preteklih šestih letih med obravnavanimi podjetji najuspešnejše. Seveda je treba pri tem upoštevati dejstvo, da gre za mlado in razvijajoče podjetje. Vendar pa to ne more biti edini oziroma glavni razlog za rast, kar potrjujejo tudi izredno hitro propadli poskusi lansiranja novih dnevnikov, na primer Jutranjika, Asa in podobno. Švedski lastniki so namreč vanje vložili potrebna finančna sredstva, jim posredovali svoj know how, tako v novinarskem kot povsem finančnem smislu, in jim tudi na splošno pomagali v vseh pogledih. To ni pomenilo, in še vedno ne, da bi želeli s tem vplivati na način njihovega pisanja oziroma obravnavanja tem, torej kdo

se lahko pojavi v časopisu in kdo ne, kakšno stališče je treba zavzeti v določenem trenutku itn. To je tudi na splošno velika prednost tujega lastništva. Tujci namreč niso vpeti v lokalno okolje oziroma povezani s tamkajšnjo finančno ali politično elito. Zato so precej manj, ali pa sploh niso, dovzetni za različna lobiranja oziroma pritiske. Pri medijih, ki morajo opravljali funkcijo psa čuvaja, je to še posebej pomembno.

Podobno, čeprav manj očitno, je bilo tudi pri Dnevniku oziroma DZS. Slednje je sicer slovensko, domače podjetje, torej se različnim političnim povezavam, ki imajo svoje pluse in minuse, ne more v celoti upreti, vendar pa tega niso postavili v ospredje izvedenega povezovanja. Raje so poiskali dane sinergije in jih poskušali kar najbolje izkoristiti (s prodajo dodatnih nečasopisnih edicij, predvsem knjig, sta si prihodke dvignila tako Dnevnik kot DZS). Poleg tega so energijo umerili v razvoj in izboljšave, medtem ko se z zunanjim okoljem, vsaj ne po nepotrebnem, niso ukvarjali. Načrtovano jim, to kažejo preučevani podatki, uspeva, za kar je zelo zaslužna tudi preizkušena vodstvena ekipa (tako predsednik uprave kot odgovorni urednik sta leta 2006 dobila nov petletni mandat).

Nova politična elita, ki je oblast prevzela jeseni 2004, je Dnevnikovo vse večjo uspešnost in vplivnost sicer poskušala obrniti v svoj prid, a jim ni uspelo. Zato so na koncu uporabili celo nekoliko »nizke« prijeme, ki so segali od umikanja državnih oglasov oziroma oglasov »prijateljskih« podjetij, tak primer je bil Hofner, do pritiskov na vodstvo in uredništvo. Vendar pa ti niso popustili, nasprotno, poskušali so se še dodatno zavarovati, tudi s povezovanjem z WAZ, ki pa do konca leta 2006 še ni bilo realizirano.

Povsem drugačna slika je že nekaj časa na Delu, kjer ne moremo iskati dejavnikov uspešnosti, pač pa lahko zelo jasno izluščimo dejavnike neuspešnosti prevzemov v panogi tiskanih medijev. Delo je tako rekoč šolski primer tega, česa lastniki ne smejo početi, če želijo imeti v lasti uspešno in razvijajoče podjetje.

Že več kot desetletje država namreč skrbno varuje svojo medijsko lastnino in prav v Delu, vsaj kar se tiče tiskanih medijev, je ima največ. Svoje deleže zato prodaja samo takrat, ko je bilo treba zavarovati (politične) interese. Navidezno »tihi« in »neproblematični« lastnik, ki nikoli ni preveč skrbel za dobičkonosnost svoje lastnine, je zelo pazljivo varoval njeno politično/mnenjsko »dodano vrednost«. To velja tudi za dnevnik Delo, ki je vedno veljal za branik levo usmerjene politične opcije, zato se je nova desna oblast še posebej potrudila, da bi to spremenila.

Za povsem jasno sliko moramo najprej podrobneje pogledati vstop Laščanov v Delo. Slednji se za nakup, vsaj po govoricah poznavalcev sodeč, niso odločili zaradi tipičnih prevzemnih motivov, kot je rast ali diverzifikacija, temveč so imeli v mislih vse kaj drugega. Eden od razlogov za nakup je bil vsekakor želja po obvladovanju dnevnika z najvišjo naklado, drugi, morda celo primarni, pa lažja pot do prevzema Pivovarne Union. Takratni predsednik uprave Pivovarne Laško Tone Turnšek je to seveda zanikal in vedno znova poudarjal, da so mediji »samo dobra poslovna naložba, ki prinaša denar«, a tudi, da nimajo nobene potrebe po vplivu na uredniško politiko (Einspieler, 2003, [www.delo.si](http://www.delo.si)). To

pa je povsem v nasprotju z nemedijskimi lastniki medijskih korporacij v tujini, ki odkrito pričakujejo, da bodo mediji delali v skladu z njihovimi interesi (Bašić-Hrvatin, 2006).

Kljub trditvam Laščanov, da je Delo za njih le dobra naložba in se torej v njegovo kadrovske politiko oziroma vodenje ne bodo bistveno vpletali, so se kmalu po njihovem vstopu začele hitre kadrovske menjave, ki so se nekoliko umirile šele konec leta 2006. Takratnega, leta 2003, prvega moža Dela Jureta Apiha je najprej zamenjal Tomaž Perovič, tega pa nato Danilo Slivnik. Skoraj istočasno z novostmi v upravi so se zgodile tudi spremembe v uredništvu, saj je moral najprej oditi odgovorni urednik Mitja Meršol, za njim Darijan Košir, od marca 2006 novinarje vodi Večerovec Peter Jančič. Vendar pa tudi njemu poznavalci ne napovedujejo dolge prihodnosti na tem položaju, saj se že vse od njegovega prihoda na Delo pojavljajo govorice, da bo v končni fazi Delo v celoti prevzel Slivnik, ki bi bil tako naenkrat predsednik uprave in odgovorni urednik. Slivnik je sicer že večkrat zanikal, da bi ga dvojna odgovornost zanimala, saj je Delo po njegovih besedah preveliko za kaj takega, vendar pa to večine ni prepričalo (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)). Sploh, ker so avgusta 2006 lastniki potrdili tudi spremembo statuta, ki omogoča združitev obeh vodstvenih funkcij (Matejčič, 2006, [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)).

Seveda so imele pravkar opisane hitre kadrovske menjave, ki so jim v večini primerov zaposleni močno nasprotovali, globlje in daljnosežnejše posledice. Povzročile so namreč ogromno notranjih sporov in nesoglasij, veliko najboljših novinarjev je zaradi stanja v podjetju celo odšlo h konkurenci, kar se pozna pri sami uspešnosti časopisa, tako finančni kot tudi pri branosti in nakladi. Interni spori in pranje umazanega perila v javnosti je namreč odgnalo kar nekaj bralcev, kar je posledično vplivalo na nižjo prodano naklado in branost, to pa na nižje prihodke.

Hkrati so notranje borbe povzročile tudi to, da so se odgovorni na Delu in tudi njihovi lastniki bolj kot z razvojem, novostmi in sledenjem konkurence ukvarjali sami s seboj oziroma lastnimi težavami. To za podjetje in njegovo uspešnost nikakor ni dobro. Če bodo tako nadaljevali tudi v prihodnje, se kmalu lahko zgodi, da jih bo Dnevnik celo prehitel. Še posebej, če se bodo za nove projekte (npr. nov dnevnik, ki bo po Slivnikovih besedah politično bolj sredinsko usmerjen) odločali na podlagi politične volje in ne tržnih razmer ter finančnih analiz.

Slika postane še bolj pesimistična, če upoštevamo, da sinergij, ki bi jih lahko izkoristili v najhujših trenutkih, med Delom in njegovimi lastniki tako rekoč ni. Poleg tega jim ne morejo pomagati niti s finančnimi injekcijami, saj so pivovarji predvsem zaradi prevzema Uniona in kasneje nakupa deleža v Mercatorju že zelo zadolženi. Poleg tega tudi njihovo lastno poslovanje zadnja leta ni ravno blesteče.

## 5. SKLEP

Namen naše magistrske naloge je bil s pomočjo analize treh konkretnih družb ugotoviti, ali oblika oziroma tip lastništva, in še prej motivi za prevzem, vplivajo na uspešnost in učinkovitost medijskega podjetja. Torej, tako na samo priljubljenost pri bralcih kot tudi finančno poslovanje. Naša hipoteza je bila, da taka jasna povezava obstaja.

Sedaj lahko na podlagi napisanega dokončno zaključimo, da smo s pomočjo finančnih kazalnikov in podatkov o branosti oziroma nakladi našo hipotezo v celoti potrdili. Obravnavana podjetja, to so Delo, d.d., Dnevnik, d.d., in Finance, d.o.o. imajo namreč tri različne tipe lastništva, pri čemer je bila pot do konsolidacije lastniške strukture v vsakem primeru drugačna. Temu primerna je tudi njihova poslovna uspešnost oziroma učinkovitost.

Finance, najmlajše in najmanjše podjetje, so do sedanje lastniške sestave prišle relativno hitro. Njihov lastnik, od letos tudi edini, Bonnier Business Press je imel pri tem pred očmi jasen motiv oziroma cilj, čemur je bila prilagojena tudi celotna strategija - rast, večanje tržnega deleža in prepoznavnosti, s tem pa seveda tudi prihodkov od prodaje ter dobička. Vendar pa lastniki poslovodstvu Financ niso postavili le visokih ciljev in jih nato prepustili lastni iznajdljivosti, temveč so jim pri uresničevanju teh tudi pomagali. Predvsem z znanjem, izkušnjami in nasveti pri vsebini, načinu pisanja oziroma grafični zasnovi časopisa ter v končni fazi še potrebnimi finančnimi sredstvi.

Načrt in pot do njegove uresničitve sta se kmalu izkazala za pravilna, saj so Finance že v nekaj letih postale eden od najpomembnejših slovenskih dnevnih tiskanih medijev, ki nima le precejšnjega tržnega deleža, temveč predvsem vlogo mnenjskega voditelja in cenjenega kritika.

Skladno s tem se je vsako leto znatno izboljšalo tudi poslovanje. Prodaja in dobiček sta rasla, lani sta tako znašala že 2,2 milijardi oziroma 131 milijonov tolarjev, enako velja tudi za donosnost sredstev in kapitala, kjer so konkurenco že krepko prehitele. Zato vodstvo Financ upravičeno upa, da bodo v nekaj letih postali eno od najbolj dobičkonosnih medijskih podjetij na slovenskem trgu, ki bo tudi po kazalcih, kot so čisti dobiček oziroma dodana vrednost na zaposlenega, boljše od Dela, morda celo Dnevnika.

Slednji je v zadnjih nekaj letih, predvsem po vstopu DZS v njihovo lastniško sestavo, namreč precej izboljšal svoj položaj med tiskanimi mediji, kar se seveda pozna tudi na finančnih rezultatih. Iz dokaj zakrnelega in staromodnega dnevnika, ki ga je v največji meri bralo ruralno prebivalstvo, so se uspeli preleviti v enega ključnih medijskih igralcev. Tako so že prehiteali zadnja leta največjega konkurenta Večer, medtem ko se Delu, ki je sicer res še pred njimi, počasi, a vztrajno približujejo.

Lahko pričakujemo, da se bo razlika med Delom in Dnevnikom v prihodnjih letih še zmanjšala. Dnevnik je Delu že »speljal« nekaj ključnih novinarskih peres, sledijo pa jim tudi na drugih področjih. Tako so leta 2005, po vzoru v Sloveniji najbolj branega časnika Slovenske novice, ki ga izdaja Delo, začeli izdajati tabloidni Direkt, konec letošnjega leta pa tudi novo sobotno prilogo. S slednjo želijo še povečati konkurenčnost med njimi in Delom, saj je Delova Sobotna priloga ena od najbolj prepoznavnih in najbolj cenjenih časopisnih edicij v Sloveniji sploh.

Seveda pri tem ne gre pozabiti niti dejstva, da se DZS, torej Dnevnikov največji lastnik, že skoraj leto dni, do sedaj sicer neuspešno, pogaja z nemškim medijskim konglomeratom WAZ, enim največjih medijskih podjetij v Evropi. Z njimi želijo ustanoviti skupno podjetje (to je že registrirano, DZS Mediji, vendar je zaenkrat DZS še edini lastnik) in nato nanj prenesti svoj delež v Dnevniku. DZS bi s tem po eni strani na široko odprl vrata za širitev in regionalizacijo, po drugi strani pa bi na ta način zavarovali in utrdili svoj položaj v Dnevniku. Seveda pri tem ne smemo pozabiti na možnosti prenosa poslovnih praks in novinarskih izkušenj iz WAZ na Dnevnik, kar lahko posledično izboljša njihove poslovne rezultate. Tudi brez njih že nekaj let stalno povečujejo prihodke od prodaje, lani jih je bilo 7,4 milijarde tolarjev, in dobiček. Pravzaprav so lani po čistem dobičku, ki ga je bilo 445 milijonov tolarjev, že prehiteli Delo. Nekoliko slabše je pri donosnosti sredstev in kapitala, ki sta zadnji dve leti padali, zato sta prav to področji, kjer tujci lahko pripomorejo k največjim izboljšavam.

Ravno nasprotna slika je na Delu, kjer pravzaprav ni večinskega lastnika. Pivovarna Laško ima sicer manj kot četrtino delnic, sledi jim lastniško povezan Infond Holding z 20,67 odstotki, zato se prav dobro ve, kdo ga obvladuje. Tako je že od nekdanj, saj je prav Delo tisti dnevnik, ki si ga je vsaka vladajoča elita želela podrediti in ga pridobiti na svojo stran. Z njegovo pomočjo namreč poskušajo vplivati na javnost in njeno mnenje. Tako je Delo postalo suženj svojih lastnikov, vendar na lastno škodo.

Razmere so se še poslabšale po zamenjavi oblasti, saj si je želela nova vladajoča politična opcija Delo prilastiti takoj in ne glede na sredstva oziroma žrtve. Zato se Delo od konca leta 2004 ukvarja predvsem s samim seboj in svojimi težavami, medtem ko ga konkurenti, neobremenjeni z notranjimi trenji, vztrajno prehitujejo. Stanje še zaostrejuje javna obračunavanja med akterji sprememb in staro gardo ter občasno nekritično oziroma provladno naravnano pisanje. Sploh, ker je oziroma je bila, večini bralcev bliže leva in ne trenutno vladajoča desna koalicija.

Poleg tega se vodstvo za nove projekte ne odloča vedno na podlagi finančnih in tržnih analiz, temveč želja oziroma osebnih ambicij glavnih akterjev. Tako je, neslavnemu propadu dnevnika As, napovedani ukinitvi tednika Več ter zasičenosti in celo krizi trga tiskanih medijev navkljub, predsednik uprave Dela napovedal, da bodo v kratkem javnosti predstavili nov dnevnik. Šele čas bo pokazal, ali je bila odločitev, če bo do njene realizacije sploh prišlo, pravilna. V primeru, da se izkaže za napačno, bi bilo to za Delo



nevarno, saj bi še en neuspeh poskus novega dnevnika lahko resno ogrozil poslovanje celega Dela. To že sedaj ni najboljšo, seveda če ga primerjamo s tistim izpred nekaj let. Čeprav jim prodaja načeloma raste, jim dobiček že nekaj let pada. Navedeno se pozna tudi na donosnosti sredstev oziroma kapitala, ki sta že padli pod nivo donosnosti Dnevnika in Financ, podobno pa se že letos lahko zgodi tudi z dodano vrednostjo na zaposlenega.

Po našem mnenju bi bilo zato najbolje, da Delo, vsaj nekaj njegovih delnic, pride v roke tujega, s slovenskimi razmerami neobremenjenega lastnika iz medijske oziroma sorodne panoge. Taka rešitev se je na slovenskem trgu namreč izkazala za zelo uspešno in učinkovito, kar potrjujejo tako Finance kot še nekateri drugi mediji, na primer POP tv in Kanal A ter, kot kaže v tem trenutku, tudi Prva tv (po novem spet TV 3).

## 6. LITERATURA IN VIRI

### LITERATURA

1. Ansoff H. Igoret al.: Acquisition Behavior od U.S. Manufacturing Firms, 1946-1965. Nashville (Tennessee): Vanderbilt University Press, 1971. 146. str.
2. Bašić-Hrvatina Sandra: Čigavo bo Delo? Ljubljana: Medijska preža, 2006, št. 25-26.
3. Bašić-Hrvatina Sandra, Kerševan Tanja (1999): »Where are the borders od media capitalism in Slovenia?«. The Public, Vol. 6, 2, 93-114.
4. Bašić-Hrvatina Sandra, Milosavljević Marko: Medijska politika v Sloveniji v devetdesetih: Regulacija, privatizacija, koncentracija in komercializacija medijev. Ljubljana: Mirovni inštitut, 2001. 66 str.
5. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi motivi: empirična analiza na primeru Slovenije. Doktorska dizertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 283 str.
6. Bešter Janez, Plavšak Nina: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, mnagerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
7. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis: Financial Management. Fort Worth: he Dryden Press, 1988, 891 str.
8. Brown M. Meredith: International Mergers and Acquisitions. The Hague, London, Boston: Kluwer Law International, 1999. 224 str.
9. Cajnko Javornik Vita: V Dnevniku naj bi poleg Kmečke družbe kraljevala DZS. Finance, Ljubljana, 2000, št. 32
10. Cavallin, Jens: European Policies and Regulations on Media Concentration. International Muenster: Journal of Communications Law and Policy, 1998
11. Davidson M. Kenneth: Megamergers: Corporate America's Billion-Dollar akeovers. Camebridge-Massachusetts: Ballinger Publishing Company, 1985. 412 str.
12. Einspieler Vili: Verjame, da mu Delo lahko pokruje izgube. Delo, Ljubljana, 2003.
13. Fitzgerald Ray: A Handbook of Practical Business Finance. London: Kogan Page, 1992. 443 str.

14. Gaughan A. Patrick: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. New York: Wiley, 2002, 620 str.
15. Giacomelli Jurij: Bo Financam uspelo? Medijska preža, Ljubljana, 2003, št. 17-18.
16. Glas Miroslav: Poslovno okolje podjetja. Zapiski predavanj. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 196 str.
17. Hughes W. Anthony: Mergers and Economic Performance in the UK: A Survey of the Empirical Evidence 1950-1990. Oxford: Oxford University Press, 1993. 230 str.
18. Lahovnik Matej: Characteristics of acquisitions in the Central and Eastern European economies in transition. Management, Split: 2000. str. 1- 17.
19. Lahovnik Matej: Strateški dejavniki prevzemov v državah v tranziciji. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 220 str.
20. Lahovnik Matej: Strateški dejavniki, ki vplivajo na uspešnost prevzemov v Sloveniji. Delovni zvezek. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 32 str.
21. Levine N. Sumne.: The Acquisitions Manual. New York: New York Institute of Finance, 1989. 599 str.
22. Levy Haim, Sarnat Marshall: Principles of Financial Management: Englewood Cliffs (NJ): Prentice-Hall, 1988. 617 str.
23. Matejčič Katarina: S Slivnikovim prihodom se rošade na Delu šele začenjajo. Finance, Ljubljana, 14. 10. 2005, št. 200.
24. Matejčič Katarina: Gantar Janšev Božiček, Slivnik skrat. Finance, Ljubljana, 23. 12. 2005, št. 248.
25. Matejčič Katarina: Slivnik bo Delu naredil Delovčeka. Ljubljana: Finance, 3. 3. 2006, št. 43.
26. Matejčič Katarina: Delo uspešno pri oglasih, pri delnicah ne. Finance, Ljubljana, 23. 3. 2006, št. 57.
27. Matejčič Katarina: Petan še vedno trdi, da so pogajanja z WAZ v sklepni fazi. Finance, Ljubljana, 6. 4. 2006, št. 67.
28. Matejčič Katarina: Mitja Pleterski je postal mali Slivnik. Finance, Ljubljana, 14. 4. 2006, št. 73.
29. Matejčič Katarina: Peter Jančič odgovorni urednik Dela: Napovedi o Delovi nakladi prepuščam vedeževalcem. Finance, Ljubljana, 12. 5. 2006, št. 89.
30. Matejčič Katarina: Financial Times Delu diha za ovratnik. Finance, Ljubljana, 29. 6. 2006, št. 123.
31. Matejčič Katarina: Direkt z novo strukturo in vsebino. Finance, Ljubljana, 30. 6. 2006, št. 124.
32. Matejčič Katarina: EPH bo na Hrvaško pripeljal tudi Financial Times. Finance, Ljubljana, 4. 7. 2006, št. 126.
33. Matejčič Katarina: Odvetniki Financial Timesa kmalu pri Petru Jančiču. Finance, Ljubljana, 10. 7. 2006, št. 130.
34. Matejčič Katarina: Črna vdova spet v pravnih zagatah. Finance, Ljubljana, 14. 7. 2006, št. 134.
35. Matejčič Katarina: Delničarjem Dela dividende, nadzornikom nagrade. Finance, Ljubljana, 14. 7. 2006, št. 134.

36. Matejčič Katarina: Delova naklada spet precej upadla. Finance, Ljubljana, 25. 8. 2006, št. 163.
37. Matejčič Katarina: Delo ob polletju z manjšim dobičkom kot lansko polletje. Finance, Ljubljana, 30. 8. 2006, št. 166.
38. Matejčič Katarina: Govorice o Slivnikovi popolni vladavini spet glasnejše. Finance, Ljubljana, 31. 8. 2006, št. 167.
39. Matejčič Katarina: Na vidiku vsaj en, če ne celo dva brezplačna časopisa. Finance, Ljubljana, 31. 8., št. 167.
40. Matejčič Katarina: Na potezi je Financial Times. Finance, Ljubljana, 1. 9. 2006, št. 168.
41. Matejčič Katarina: Razburljivo prvo leto Direkta. Finance, Ljubljana, 14. 9. 2006, št. 177.
42. Matejčič Katarina: Dnevnik je prodal DZS. Finance, Ljubljana, 2. 10. 2006, št. 189.
43. Matejčič Katarina: Neuradno: DZS razmišlja o dvigu cene za Dnevnik. Finance, Ljubljana, 3. 10. 2006, št. 190.
44. Matejčič Katarina: DZS in WAZ burita domišljijo. Finance, Ljubljana, 4. 10. 2006, št. 191.
45. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: Kadrovskih sprememb še ne bo kmalu. Finance, Ljubljana, 21. 11. 2005, št. 224.
46. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: Govorice in neuradne informacije: Dnevnik prodan avstrijski Styriji, DZS Istrabenzu? Finance, Ljubljana, 15. 12. 2005, št. 242.
47. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: V Dveh letih bo imelo Delo dve milijardi dobička. Finance, Ljubljana, 22. 12. 2005, št. 240.
48. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: Kadejevci gredo nad Delo z mačeto. Finance, Ljubljana, 23. 12. 2005, št. 248.
49. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: Matjaž Gantar razmišlja o svojem finančnem stebru. Finance, Ljubljana, 27. 12. 2005, št. 249.
50. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: Matjaž Gantar brez Delovih delnic lažje v Abanko? Finance, Ljubljana, 30. 10. 2006, št. 209.
51. Matejčič Katarina, Sovdat Petra: Bomo dočakali ponudbo za prevzem Dela? Finance, Ljubljana, 16. 11. 2006, št. 220.
52. Matejčič Katarina, Urbas Uroš: Nemci za vstop v Dnevnik plačali 15 milijonov evrov. Finance, Ljubljana, 9. 5. 2006, št. 86.
53. Novković Goran, Matejčič Katarina: Delo in Večer do leta 2008 najbrž slovenska. Finance, Ljubljana, 6.3. 2006, št. 44.
54. Petrič Tine, Humar Dekleva Bojana: GV Skupina: Klasičen primer MBO. Manager, Ljubljana, 2006, št. 5.
55. Porter Michael: Competitive Strategy. New York: The Free Press, 1980. 396 str.
56. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996.394 str.
57. Rajbar Dejan: Dnevnik Nemcem s 76-odstotno premijo. Finance, Ljubljana, 9. 5. 2006, št. 86.
58. Rajbar Dejan, Sovdat Petra: Koliko denarja bi lahko država dobila z umikom iz nalož. Finance, Ljubljana, 25. 8. 2006, št. 163.

59. Rednak Andreja: Direkt oklestil Dnevnikov dobiček. Finance, Ljubljana, 27. 6. 2006, št. 121.
60. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: Corporate Finance. Boston: Irwin, 1993. 912 str.
61. Sudarsanam Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. Hertforshire: Prentice Hall, 1995, 303 str.
62. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec-Novak Majda, Koželj Stanko, Odar Marjan: Finančno računovodstvo. Ljubljana: Slovenski intitut za revizijo, 2004. 814 str.
63. Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan: Mergers, Restructuring and Corporate Control. New Jersey: Prentice-Hall, 1990. 762 str.
64. Weston J. Fred, Copeland E. Thomas: Managerial Finance. Chicago: The Dryden Press, 1986. 1035 str.

#### VIRI

1. [www.delo.si](http://www.delo.si)
2. [www.dnevnik.si](http://www.dnevnik.si)
3. [www.gvin.com](http://www.gvin.com)
4. [www.finance-on.net](http://www.finance-on.net)
5. [www.nrb.info/opis/metode.html](http://www.nrb.info/opis/metode.html)
6. [www.soz.si/projekti\\_soz/rpn\\_revidiranje\\_prodanih\\_naklad/](http://www.soz.si/projekti_soz/rpn_revidiranje_prodanih_naklad/)
7. Institut für Publizistik- und Kommunikationswissenschaft Universität: Medienkonzentration – Kontrollmechanismen innerhalb der Staated de EU. Wien: 2003
8. [www.stat.si](http://www.stat.si)